



## **VALORACION DE FORUS S.A.**

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

**Alumno: Sr. Cristóbal A. Cerda Meneses  
Profesor Guía: Sr. Mauricio Jara Bertín**

**Santiago, Abril de 2014**

## **Dedicatoria**

Este trabajo va dedicado primeramente a Dios. Él ha sido fiel y lo seguirá siendo. Todo lo puedo en Cristo que me fortalece.

También dedico este trabajo a mi amada esposa Daniela y mis hijos.

A la memoria de mi padre, quien en medio de este proceso partió a la presencia de Dios.

## **Agradecimientos**

Agradezco al equipo docente y administrativo del Programa de Magister en Finanzas de la Universidad de Chile, por haber permitido mi reincorporación al mismo luego de una ausencia de varios años.

También agradezco a mi familia por haberme motivado a terminar este curso.

## Tabla de Contenido

1	Resumen Ejecutivo.....	5
2	Metodología .....	6
3	Descripción de la Empresa e Industria.....	6
3.1	Descripción de la Empresa.....	6
3.2	Descripción de la Industria .....	9
3.3	Descripción del Financiamiento de la Empresa .....	11
3.4	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	12
3.5	Estimación del Costo Patrimonial y de Capital de la Empresa .....	13
3.5.1	<i>Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....</i>	<i>13</i>
3.5.2	<i>Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....</i>	<i>14</i>
4	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	16
4.1	Análisis de Crecimiento.....	16
4.2	Análisis de Costos de Operación .....	18
4.3	Análisis de cuentas no operacionales.....	19
4.4	Análisis de Activos .....	20
5	Proyección de EERR.....	22
5.1	Supuestos utilizados:.....	22
5.1.1	<i>Ingresos Operacionales.....</i>	<i>22</i>
5.1.2	<i>Costos Operacionales .....</i>	<i>23</i>
5.1.3	<i>Costos de distribución.....</i>	<i>25</i>
5.1.4	<i>Gastos de Administración y Ventas.....</i>	<i>25</i>
5.1.5	<i>Depreciación y Amortización.....</i>	<i>27</i>
5.1.6	<i>Ingresos Financieros.....</i>	<i>28</i>
5.1.7	<i>Gastos Financieros .....</i>	<i>29</i>
5.2	Proyección de Estados Financieros.....	30

6	Proyección de Flujo de Caja Libre .....	31
6.1	CAPEX .....	31
6.1.1	<i>Capex por incorporación / mantención de tiendas:</i> .....	31
6.1.2	<i>CAPEX TI</i> .....	32
6.2	Inversión en Capital de Trabajo .....	32
6.2.1	<i>Análisis de Cuentas por Cobrar</i> .....	32
6.2.2	<i>Análisis de Cuentas por Pagar</i> .....	34
6.2.3	<i>Análisis de Inventarios</i> .....	35
6.3	Inversión en Capital de Trabajo .....	36
6.4	Déficit o superávit de KT .....	36
6.5	Activos Prescindibles.....	37
6.6	Deuda Financiera de la Compañía .....	37
6.7	Flujo de Caja.....	38
7	Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción.....	39
8	Conclusiones .....	40
9	Anexos.....	41

## **1 Resumen Ejecutivo**

El objetivo del presente trabajo es obtener una valoración económica de Forus S.A. (la compañía), con fecha 30 de septiembre de 2013.

La metodología desarrollada para lograr el objetivo será Flujos de Caja Descontados. Esta metodología implica la determinación de la tasa de descuento aplicable a la compañía, considerando una estructura de capital objetivo constante e igual al promedio histórico. De la misma manera, se proyecta tanto el Estado de Resultados de la compañía como el Estado de Flujo de Caja.

Como resultado del ejercicio de valoración se obtiene un precio de la acción de \$2.135 al 30 de septiembre de 2013, el que se compara con el precio de cierre en la misma fecha de \$2.808,6, resultando en un potencial *downside* de 24%.

## **2 Metodología**

La metodología utilizada para la valorización de la compañía corresponde a Flujos de Caja Descontados.

## **3 Descripción de la Empresa e Industria**

### **3.1 Descripción de la Empresa**

Forus S.A. es una empresa líder en Retail especializado de calzado, vestuario y accesorios. Con 267 locales distribuidos en Latino América, tiene presencia en Chile, Colombia, Perú y Uruguay, con un amplio portafolio de 22 marcas, de las cuales 21 se encuentran en Chile. Además, la compañía cuenta con 18 diferentes conceptos de tiendas en Chile. Comercializa sus productos y marcas a través de sus propios canales de retail - que representaron un 76,1% del total de las ventas al 30/09/2013 - así como también de cadenas mayoristas - wholesale - básicamente compuesta por ventas en tiendas por departamento.

La compañía comienza su historia cuando en 1980, Wolverine World Wide decide comercializar sus productos (calzado) en Chile, para lo cual se asocia con Alfonso Sweet e Inversiones CGS. Apenas 2 años después, la compañía abre su primera fábrica, dando paso a 2 empresas: Hush Puppies Chile Ltda. (Fábrica, ventas mayoristas y exportaciones) y Comercial Puppies Ltda. (Retail), siendo esta última, la propietaria de la cadena de tiendas.

En 1991, el Grupo encabezado por Alfonso Sweet adquiere la participación de Wolverine World Wide mantenía en la compañía.

El año 2006 la compañía debuta en bolsa.

### Estrategia y Operación

La estrategia de la compañía se centra en la administración de marcas de calzado, accesorios de vestir y vestuario, de alto valor para el cliente<sup>1</sup>. Para esto adquiere marcas y/o licencias que estén dentro de su segmento objetivo. A su vez, en lo que respecta a la distribución la compañía ha potenciado fuertemente la venta a través de su red de tiendas propias, lo que difiere de la estrategia

---

<sup>1</sup> Ver portafolio de marcas en Anexo I.

de otros pares de la industria, quienes principalmente canalizan su venta a través del canal mayorista.

Durante los últimos 2 años la compañía ha implementado una serie de mejoras tendientes a hacer su operación más eficiente. Es así como en 2012, en lo relativo a sistemas de administración, modernizó su ERP y soporte tecnológico, lo que le permitió contar con una mayor capacidad de procesamiento de transacciones. Adicionalmente se mejoró el sistema de comercio exterior y se automatizaron varios reportes, lo que permite contar con información más útil para la toma de decisiones.

En lo relativo a logística, la compañía optimizó la operación de distribución implementando un proceso centralizado (desde 2012). También se ha preocupado de mejorar los procesos con sus proveedores de Oriente.

La Compañía tuvo a Septiembre de 2013 ventas por MM\$ 143.816, un resultado bruto de MM\$ 82.684 (57,5% s/ventas) y un EBITDA de MM\$ 36.731 (25,5% s/ventas)

#### Definición de segmentos de negocios

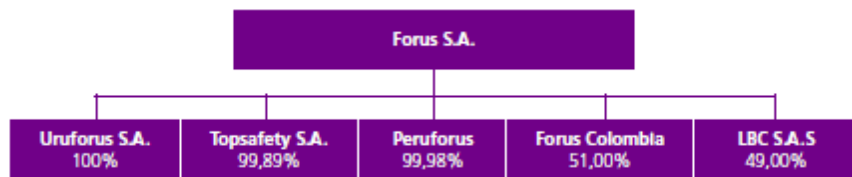
La compañía, al igual que otras empresas de la industria, define sus segmentos de negocios en función del canal de distribución.

Segmento Wholesale: corresponde al segmento de negocio cuya venta se realiza a través de canal mayorista (grandes retailers). En este segmento, los principales clientes en Chile son Cencosud Retail S.A., Falabella Retail S.A. y Ripley.

Segmento Retail: corresponde al segmento de negocio que realiza sus ventas a través de una red de tiendas operadas por la propia compañía.

#### Filiales

La compañía también se encuentra presente en Uruguay, Peru y Colombia, a través de subsidiarias radicadas en dichos países.



Uruforus S.A.: 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.

Topsafety: Sociedad chilena, fabrica y vende calzado, vestuario y accesorios de seguridad.

Peru Forus: Su objetivo es la comercialización de toda clase de productos y la realización de negocios del tipo inmobiliario, en Perú.

Forus Colombia: Su objetivo es la comercialización de productos de calzado y artículos de vestuario en Colombia.

LBC S.A.S: Sociedad colombiana. Su objetivo es la comercialización de productos de calzado y artículos de vestuario.



## Estructura accionaria

Los mayores accionistas de la sociedad son los siguientes (de acuerdo a información de la SVS a septiembre de 2013).

<u>Accionista</u>	<u>Acciones</u>	<u>%</u>
Inversiones Costanera Limitada	170.708.800	66,05%
Banco Santander-Hsbc Global Custody Clients	12.105.689	4,68%
Banco De Chile Por Cuenta De Terceros	10.741.097	4,16%
Trends Sa	7.610.997	2,94%
Banco Itau Por Cuenta De Inversionistas	5.781.287	2,24%
Asesorias e Inversiones Santa Francisca Ltda	4.666.400	1,81%
Btg Pactual Chile S A C De B	4.357.483	1,69%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inv.	4.223.974	1,63%
Fondo De Inversion Larrain Vial Beagle	4.066.320	1,57%
Afp Provida S A Para Fdo Pension C	2.730.222	1,06%
Bolsa de Comercio de Santiago	2.372.616	0,92%
Banco Santander Por Cuenta De Inv Ext.	2.367.719	0,92%
Otros	27.736.396	10,33%
<b>TOTAL</b>	<b>258.469.000</b>	<b>100%</b>

El accionista controlador (Alfonso Sweet Saavedra), totaliza un 66,20% de Forus S.A al 31-12-2012 a través de diversas sociedades.

### 3.2 Descripción de la Industria

Como se describe en la sección anterior, la compañía centra su negocio en la venta de calzado, principalmente calzado destinado al retail, y distintos tipos de calzado (deportivo, outdoor, casual, etc). Además, la compañía comercializa distintos artículos de vestir. Sus canales de distribución son 2: el segmento wholesale (venta a tiendas por departamento y tiendas especialistas) y el negocio retail (desarrollado a través de una red de tiendas propias, operadas bajo distintas marcas).

Por lo anterior, una vez analizados los antecedentes de la compañía se concluye que la industria en la que compite es el calzado y vestuario retail.

Otro punto que es importante notar, es que no existen benchmarks a nivel local. Si bien hay otras compañías con un modelo similar al de Forus, estas no cuentan con información pública que permita hacer comparativos.

Se analizaron las siguientes compañías que se consideran como parte del Benchmark:

### **Nike Inc**

NIKE, Inc. (NIKE) tiene como negocio principal el diseño, desarrollo, marketing y ventas a nivel global de calzado deportivo, prendas de vestir, equipamiento, accesorios y servicios

#### Ventas:

Wholesale	US\$ 17.431 (72,2%)
Tiendas Propias	US\$ 3.530 (14,6%)
Otros	US\$ 3.167 (13,1%)

#### Ganancia Bruta (Margen s/ Ventas):

Total <sup>2</sup>	US\$ 10,471 (43,4%)
--------------------	---------------------

### **Skechers USA, Inc**

Skechers U.S.A., Inc. (Skechers) diseña y comercializa calzado de vestir de su propia marca para mujeres, varones y niños, y calzado de alto rendimiento para hombres y mujeres bajo distintas líneas.

#### Ventas:

Wholesale	US\$ 1.084,9 (69,5%)
Tiendas Propias	US\$ 453,6 (29,1%)
Otros	US\$ 21,9 (1,4%)

#### Ganancia Bruta (Margen s/ Ventas):

Wholesale	US\$ 409,4 (37,7%)
Tiendas Propias	US\$ 264,0 (58,2%)
Otros	US\$ 9,9 (45,2%)

<sup>2</sup> Nike Inc no revela información de margen por segmento.

## Wolverine WorldWide Inc

Wolverine World Wide, Inc. es una empresa diseñadora, productora y comercializadora de un amplio rango de calzado casual y prendas de vestir, ropa y calzado outdoor de alto rendimiento, calzado industrial, botas y prendas de vestir.

### Ventas:

Wholesale	US\$ 1.419 (86,5%)
Tiendas Propias	US\$ 183,9 (11,2%)
Otros	US\$ 37,8 (2,3%)

### Ganancia Bruta (Margen s/ Ventas):

Wholesale	US\$ 527,1 (37,1%)
Tiendas Propias	US\$ 96,0 (52,2%)
Otros	US\$ 5,1 (13,5%)

### 3.3 Descripción del Financiamiento de la Empresa

FORUS no tiene bonos vigentes, solo financiamiento bancario de corto plazo, y una operación puntual de leasing de largo plazo.

La deuda financiera de corto plazo es netamente del negocio, y consiste principalmente en cartas de crédito de importación y boletas de garantía como respaldo de los arriendos de locales. A Septiembre 2013 el saldo de estos pasivos es de UF 297.640,3, de los cuales UF 236.040,2 corresponden a cartas de crédito de importación.

La deuda de largo plazo corresponde a un leasing con Metlife, cuyo saldo insoluto al 30 de septiembre de 2013 es de UF 84.672,7, con vencimiento el año 2028.

### 3.4 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

#### Deuda Financiera de la Empresa

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Deuda con bancos <sup>3</sup>	196.282	212.518	387.321	204.559	143.268
Deuda con bonos	0	0	0	0	0
Otras deudas financieras	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>196.282</b>	<b>212.518</b>	<b>387.321</b>	<b>204.559</b>	<b>143.268</b>

#### Patrimonio Económico de la Empresa

	2009	2010	2011	2012	sep-13
Numero de Acciones	258.469.000	258.469.000	258.469.000	258.469.000	258.469.000
Precio Cierre Ejercicio (\$)	620,1	1525	1.383,9	2.694,5	2.808,6
<b>Patrimonio Económico (UF)</b>	<b>7.653.037</b>	<b>18.371.248</b>	<b>16.044.441</b>	<b>30.491.325</b>	<b>31.438.010</b>
<i>UF al final del periodo</i>	<i>20.942,88</i>	<i>21.455,55</i>	<i>22.294,03</i>	<i>22.840,75</i>	<i>23.091,03</i>

#### Estructura de capital objetivo

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Deuda Financiera (B)	196.282	212.518	387.321	204.559	143.268
Patrimonio (P)	7.653.037	18.371.248	16.044.441	30.491.325	31.438.010
Valor Activos (V)	7.849.319	18.583.766	16.431.762	30.695.884	31.581.278

Razones Financieras	2009	2010	2011	2012	sep-13
B/V	0,0250	0,0114	0,0236	0,0067	0,0045
P/V	0,9750	0,9886	0,9764	0,9933	0,9955
B/P	0,0256	0,0116	0,0241	0,0067	0,0046

Razones Financieras	<b>Promedio</b>	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. Est.
B/V	<b>0,0142</b>	0,0045	0,0250	0,0114	0,0095
P/V	<b>0,9858</b>	0,9750	0,9955	0,9886	0,0095
B/P	<b>0,0145</b>	0,0046	0,0256	0,0116	0,0098

<sup>3</sup> Incluye financiamiento de largo plazo con Metlife.

Considerando que el promedio es un indicador no sesgado, se propone que la estructura de capital objetivo de la empresa se mida a partir del promedio.

### 3.5 Estimación del Costo Patrimonial y de Capital de la Empresa

#### 3.5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

	30-09-2009	30-09-2010	30-09-2011	30-09-2012	30-09-2013
<b>Beta</b>	<b>0,8480</b>	<b>0,9299</b>	<b>1,2092</b>	<b>1,2593</b>	<b>1,1330</b>
p- value	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Presencia Bursatil	70,00	84,44	82,78	87,78	97,78

Para el cálculo del Beta se utilizaron las siguientes variables<sup>4</sup>:

	30-09-2009	30-09-2010	30-09-2011	30-09-2012	30-09-2013
Observaciones	85,00	105,00	105,00	105,00	105,00

Covarianza Accion - IGPA	0,0858%	0,0719%	0,0478%	0,0525%	0,0318%
Varianza IGPA	0,1011%	0,0773%	0,0396%	0,0417%	0,0281%

Con estos datos se calculó el Beta de la acción para cada año de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\beta = \frac{Cov (Accion; IGPA)}{Var (IGPA)}$$

En lo relativo a la significancia estadística de los Beta obtenidos para los distintos periodos, todos son estadísticamente significativos<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Para mayor detalle refiérase a Anexo 2

<sup>5</sup> Para mayor detalle refiérase a Anexo 2

### 3.5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para la estimación del costo de capital de la empresa se utilizaron los siguientes datos:

Tasa Libre de Riesgo: corresponde al BTU a 30 años, observable el 11 de septiembre de 2013, con un valor de 2,58% real anual.

Premio de mercado: corresponde a un valor otorgado en el curso por el docente, equivalente a un 7,20% real anual.

Tasa de impuesto: corresponde al impuesto aplicable a las utilidades de las empresas, equivalente a 20%.

Costo de la deuda: Considerando que la empresa no tiene bonos emitidos, sino que solo una deuda de largo plazo (proveniente de un leasing con Metlife), para estos efectos se considerará esta tasa como el costo de la deuda de la empresa.

$$K_b = 6,9\% \text{ anual, real.}$$

Beta de la deuda: Utilizando el modelo de CAPM con los datos entregados, se obtiene el Beta de la deuda (Bb)

$$K_b = R_f + \beta_b * (R_m - R_f)$$

De la ecuación anterior, se obtiene  $B_b = 0,6$ .

Beta de la acción: Tomando en consideración los antecedentes obtenidos, se utilizará el Beta obtenido para septiembre de 2013.

$$\beta_p^{c/d} = 1,1330$$

Beta patrimonial sin deuda: Para obtener el Beta patrimonial sin deuda, se utiliza la fórmula de Rubinstein, considerando que la deuda es riesgosa:

$$\beta_p^{s/d} = \beta_a^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + (1 - t)\beta_d\left(\frac{B}{P}\right)}{\left[1 + (1 - t)\frac{B}{P}\right]}$$

Utilizando los ratios de la empresa para septiembre de 2013:

Ratios	sep-13
B/V	0,0045
P/V	0,9955
<b>B/P</b>	<b>0,0046</b>

$$\beta_p^{s/d} = 1,1310$$

Beta Patrimonial con deuda: A fin de obtener el Beta patrimonial con la estructura de capital objetivo se utilizarán los parámetros obtenidos en 2.2.4 c).

Razones Financieras	Promedio
B/V	0,0142
P/V	0,9858
B/P	0,0145

$$\beta_p^{c/d} = 1,1372$$

Costo Patrimonial: Utilizando CAPM, se obtiene el costo patrimonial.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * (R_m - R_f)$$

$$K_p = 10,77\%$$

Costo de Capital: Utilizando la fórmula del costo de capital promedio ponderado (wacc), se obtiene el costo de capital de la compañía.

$$r_{wacc} = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - t) * \frac{B}{V}$$

Para ello se utilizarán los ratios de la estructura de capital objetivo (tasa real, anual).

$$r_{wacc} = 10,69\%$$

## 4 Análisis Operacional del Negocio e Industria

### 4.1 Análisis de Crecimiento

#### Tasas de crecimiento reales de ventas de la compañía

##### Ventas

	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
En UF	4.982.807	5.631.959	6.385.178	7.476.455	5.651.450	6.228.240
Crecimiento	0,86%	13,03%	13,37%	17,09%		10,21%

#### Ventas por países

En UF	Chile	Peru	Colombia	Uruguay	Eliminaciones	Total
2009	4.388.296	253.416	131.697	383.249	-173.851	4.982.807
2010	4.913.229	278.338	197.819	440.074	-197.501	5.631.959
2011	5.469.402	351.099	181.793	521.233	-138.349	6.385.178
2012	6.362.214	424.129	274.519	629.279	-213.686	7.476.455
Sep 2013	5.394.678	351.691	156.726	489.550	-164.405	6.228.240
TCAC <sup>(1)</sup>	13,18%	18,73%	27,74%	17,97%		14,48%

(1) Tasa de Crecimiento Anual Compuesto periodo 2009 – 2012

#### Ventas por Segmento

En UF	2009	2010	2011	2012	sep-13	TCAC
WholeSale	1.303.197,2	1.486.776,1	1.325.054,4	1.638.358,4	1.486.377,7	3,57%
Retail	3.679.610,1	4.145.182,9	5.060.123,6	5.838.096,7	4.741.862,1	7,00%

#### Tasas de crecimiento reales de ventas de la industria

##### Ventas

en USD MM	2008	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Nike	18.627	19.176	19.014	20.862	24.128	17.095	18.616
Skechers	1.440	1.436	2.006	1.606	1.560	1.165	1.396
Wolverine	1.221	1.101	1.249	1.409	1.641	989	1.950



### Crec. Ventas

en %		2009	2010	2011	2012		sep-13
Nike		2,95%	-0,84%	9,72%	15,66%		8,90%
Skechers		-0,28%	39,69%	-19,94%	-2,86%		19,83%
Wolverine		-9,79%	13,40%	12,86%	16,44%		97,28% <sup>(1)</sup>
Promedio		-2,37%	17,42%	0,88%	9,74%		42,00%
Total		2,00%	2,56%	7,22%	14,46%		14,10%

(1) Incluye la adquisición de PLG el 4° trimestre de 2012

Otro antecedente a considerar es el crecimiento del mercado del calzado en Chile. Para lo anterior se considera el índice real de ventas del comercio minorista, publicado por la Cámara Nacional de Comercio. Como proxy se considera el indicador que exhibe la Region Metropolitana, con el año 2009 como base 100.

	2009	2010	2011	2012
Calzado	100,0	137,1	164,4	200,7

### Perspectivas de crecimiento de la industria.

Revisión de antecedentes nacionales: Si bien se cuenta con antecedentes históricos, al realizar una revisión de la bibliografía disponible y de los sitios web de interés (INE, CNC, prensa) no se encuentran antecedentes relacionados con proyecciones de crecimiento para el sector.

Revisión de comparables: Al revisar las memorias e información pública disponibles en los sitios web de los comparables se encuentra un antecedente en el sitio web de Nike<sup>6</sup>, relacionado con mercados emergentes. Se señala que el crecimiento de los mercados emergentes estará liderado por Latinoamérica, y se espera que en general los emergentes crezcan a tasas anuales cercanas al 15% ('mid-teens') de aquí a 2017.

Al revisar las tasas de crecimiento de la compañía, la industria, los comparables y la información de la CNC, hace sentido proyectar tasas de crecimiento reales en torno al 15% para los próximos años.

<sup>6</sup> Presentación corporativa, Nike Investors Day 2013, llevada a cabo el 9 de octubre de 2013.

## 4.2 Análisis de Costos de Operación

### Descripción de los costos de operación de la empresa

#### Costos de Venta

Los costos 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.

#### Gastos de Administración

Ejemplo año 2012

	2012	
	M\$	%
Remuneraciones	20.795.862	36,09%
Arriendos y gastos comunes	12.074.725	20,95%
Depreciaciones, amortizaciones y deterioros	4.364.079	7,57%
Asesorías y servicios profesionales	1.335.159	2,32%
Servicios básicos	1.012.018	1,76%
Gastos computacionales	1.019.008	1,77%
Materiales e insumos	1.210.659	2,10%
Comisión por venta con tarjetas	1.965.440	3,41%
Publicidad	5.524.341	9,59%
Royalty	4.383.133	7,61%
Otros	3.938.511	6,83%
<b>Total</b>	<b>57.622.935</b>	<b>100,00%</b>

Los principales GAV de la compañía son remuneraciones y arriendos, esto se debe a que el modelo de negocios de Forus es intensivo en el desarrollo y explotación de una red de tiendas propias,

orientadas a los distintos segmentos que atiende. Otros gastos relevantes son los correspondientes a publicidad y royalties, este ultimo por el uso de marcas y acuerdos comerciales.

Detalle de los costos de operación según clasificación desde 2009 a Sept-2013

En UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Costo de Venta	2.447.878	2.479.016	2.586.077	3.215.970	2.647.449
Costo de Distribución	53.878	54.678	56.160	68.260	63.329
GAV (sin Dep&Amort)	1.668.637	1.932.612	2.049.464	2.331.747	1.926.747
Depreciación & Amortización	158.957	158.161	206.112	191.065	167.296

El principal componente de la depreciación y amortización de la compañía es el relacionado con las mejoras hechas a bienes arrendados. La vida útil estimada de estos activos es menor a los 4 años.

**4.3 Análisis de cuentas no operacionales**

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Otros gastos, por función	(7.024)	(15.757)	(4.784)	(10.748)	(7.926)
Otras ganancias (pérdidas)	1.365	5.969	(17.053)	(9.248)	(2.407)
Ingresos financieros	29.793	47.200	36.470	68.173	64.725
Costos financieros	(10.389)	(29.748)	(19.863)	(17.986)	(15.713)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos	(940)	13.197	3.944	7.527	8.563
Diferencias de cambio	(172.704)	(27.528)	26.093	(44.299)	(16.871)
Resultados por unidades de reajuste	(1.040)	(303)	(4.498)	(1.551)	(7.926)

Otros gastos por función: no se presenta explicación en las notas de los Estados Financieros, por lo cual no se puede conocer la recurrencia de los mismos.

Otras ganancias (pérdidas): no se presenta explicación en las notas de los Estados Financieros, por lo cual no se puede conocer la recurrencia de los mismos.

Ingresos Financieros: La sociedad cuenta con un monto relevante en caja como parte de su estructura de balance. La sociedad administra su caja “de largo plazo” a través de asesores financieros mandatados (Larrain Vial, Celfin y Banchile), quienes invierten en instrumentos de bajo riesgo. Los parámetros de inversión son fijados por el Comité Ejecutivo de la Sociedad. Por el hecho de tener un nivel de caja elevado, esta cuenta es recurrente y se puede proyectar.

Costos Financieros: La sociedad tiene deuda de largo plazo, y de corto plazo habitual para el tipo de negocio que desarrolla, por lo que este gasto es recurrente y se puede proyectar.

Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas: estas corresponden a inversiones en sociedades que cuentan con directores relacionados a la matriz de Forus S.A. (Costanera). Esta inversión no se puede proyectar de esta forma, pues se desconoce si es una inversión de largo plazo o no. Dado lo anterior, en la proyección de Estado de Resultados estas inversiones se considerarán como parte de la “caja de largo plazo”.

Diferencias de cambio: Esta partida corresponde a las utilidades o pérdidas registradas por la sociedad por transacciones o partidas del Balance que están expresadas en otras monedas, si bien es un gasto recurrente, en la proyección se considerarán tipos de cambio constantes e iguales a los del 30-09-2013.

Resultados por unidades de reajuste: Corresponde al efecto en resultados producto de la variación en pesos de activos y pasivos expresados en UF. Si bien es un resultado recurrente, dado que la proyección de Estado de Resultado se realiza en pesos constantes, esta partida no será proyectada.

#### **4.4 Análisis de Activos**

Considerando las cifras a septiembre de 2013, se realiza un análisis de los activos de la compañía, buscando determinar cuales de estos son activos operacionales y cuales no. Para efectos de nomenclatura, en la tabla de abajo se incorpora la sigla “(Op)” para efectos de identificar aquellos activos que son operacionales.

<b>ACTIVOS</b>	30-sep-13	%
	UF	del Total
<i>Activos Corrientes</i>		
Efectivo y equivalentes al efectivo <b>(Op)</b>	738.184	10,88%
Otros activos financieros corrientes <b>(Op)</b>	1.169.721	17,24%
Otros activos no financieros, corriente	105.574	1,56%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes <b>(Op)</b>	1.004.509	14,81%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente <b>(Op)</b>	83.856	1,24%
Inventarios <b>(Op)</b>	1.753.416	25,85%
Activos por impuestos corrientes	30.735	0,45%
<b>Activos corrientes totales</b>	<b>4.885.995</b>	<b>72,02%</b>

<i>Activos No Corrientes</i>		
Otros activos financieros no corrientes <b>(Op)</b>	17.122	0,25%
Otros activos no financieros no corrientes	71.373	1,05%
Derechos por cobrar no corrientes	7.034	0,10%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación <b>(Op)</b>	82.032	1,21%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	90.512	1,33%
Plusvalía	333.920	4,92%
Propiedades, plantas y equipos <b>(Op)</b>	1.179.921	17,39%
Activos por impuestos diferidos	115.877	1,71%
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>1.897.792</b>	<b>27,98%</b>

<b>Total de Activos</b>	<b>6.783.787</b>	<b>100,00%</b>
-------------------------	------------------	----------------

Clasificación de activos operacionales: Los activos operacionales están relacionados con el giro del negocio. Dentro del giro del negocio de acuerdo a la descripción de la memoria del año 2012, se encuentran aquellos activos que están relacionados a: i) La fabricación, importación y venta de calzado, prendas de vestir, y otros bienes muebles; y, ii) las inversiones financieras que la empresa realiza.

Descripción de activos no operacionales

Otros activos no financieros, corriente: Corresponden en su mayoría a gastos pagados por anticipado, cuyo uso se dará dentro de los próximos 12 meses (estimativamente)

Activos por impuestos corrientes: Corresponde principalmente a PPM activado y otros créditos por impuestos. A su vez, se netean de esta partida las provisiones por impuesto tanto de las filiales como de la sociedad.

Otros activos no financieros no corrientes: Principalmente corresponden a derechos de llave de los activos arrendados.

Derechos por cobrar no corrientes: Esta partida no se encuentra especificada en las notas del balance. Representa un 0,1% del total de activos, por lo que no es significativa.

Activos intangibles distintos de la plusvalía: Corresponde a la valorización en balances de las marcas comerciales, licencias y software de propiedad o utilizados por la sociedad. Algunas de estas partidas se amortizan.

Plusvalía: Corresponde al mayor valor pagado por la adquisición de compañías, respecto del valor justo de estas. Bajo IFRS esta partida está sujeta a test de deterioro y no a depreciaciones constantes.

Activos por impuestos diferidos: Corresponde a diferencias temporarias entre la contabilidad financiera y la contabilidad tributaria. Los principales componentes están relacionados con obligaciones por leasing, utilidades no realizadas, y pérdidas de arrastre.

## **5 Proyección de EERR**

### **5.1 Supuestos utilizados:**

#### **5.1.1 Ingresos Operacionales**

Crecimiento de Ingresos Operacionales Totales: i) Para el año 2013 se anualiza el ingreso de septiembre considerando la relación septiembre/diciembre del el año 2012; ii) Para los años 2014 y 2015 se considera un crecimiento real de 15%; iii) para los años 2016 y 2017 se considera un crecimiento real de 14% y 13% respectivamente, básicamente a fin de estimar madurez en el mercado y la potencial entrada de competidores.

Composición de Ingresos por Segmento: Se proyectó el mix de ingresos de los segmentos wholesale / retail, considerando para ello la historia, la tabla de abajo resume la proyección y las cifras históricas:

Ventas <u>Históricas</u> por Segmento (%)	2009	2010	2011	2012	sep-13
Retail	73,85%	73,60%	79,25%	78,09%	76,13%
Wholesale	26,15%	26,40%	20,75%	21,91%	23,87%

Para el año 2013 se proyectó mantener la composición observada a septiembre.

Si bien la compañía ha impulsado de manera importante la venta a través de su red propia de tiendas (retail), se proyecta llegar a una composición de 75% de las ventas a través del retail y 25% a través de tiendas propias. Esto corresponde a una estimación propia, considerando la tendencia 2011 – sep'2013.

Ventas <u>Proyectadas</u> por Segmento (%)	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Retail	76,13%	75,85%	75,57%	75,28%	75,00%
Wholesale	23,87%	24,15%	24,43%	24,72%	25,00%

El antecedente de los comparables es que la composición es mayoritariamente a través del retail, pero eso se debe a que son compañías con ventas a nivel mundial en donde probablemente el modelo de negocios es distinto en lo que respecta al uso de canales mayoristas para llegar a los consumidores.

#### 5.1.2 Costos Operacionales

Costo de Venta | Margen Bruto: De acuerdo a los Estados Financieros, y tal como se trató anteriormente, los costos de venta son los necesarios para dejar la mercadería en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. En la esencia corresponden a costos variables.

La forma de proyección de los costos operacionales fue a través de proyectar el margen bruto para cada uno de los segmentos.

El margen bruto para el segmento retail se proyectó alcanzando un 55% en 2017 siguiendo una progresión lineal. 55% es el promedio de los 2 comparables que tienen detalle respecto del margen bruto por segmento.

Por otra parte, el margen bruto para el segmento wholesale se proyectó logrando un 47% para el año 2017 siguiendo una progresión lineal. Si bien, el margen bruto para este segmento en el caso de los comparables llega a un 37%, Forus ha tenido consistentemente un margen bruto superior, por lo que se presume que la gestión de los acuerdos comerciales con este canal sigue modelos de negocios distintos.

La tabla a continuación muestra el margen bruto total y por segmento de negocios, tanto histórico como proyectado:

Mg. Bruto <u>Histórico</u> por Segmento (%)	2009	2010	2011	2012	sep-13
Total	50,87%	55,98%	59,50%	56,99%	57,49%
<i>Retail</i>	55,49%	58,28%	61,72%	59,60%	59,16%
<i>Wholesale</i>	37,85%	49,58%	51,03%	47,66%	52,16%

Mg. Bruto <u>Proyectado</u> por Segmento (%)	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Total	57,49%	56,37%	55,25%	54,13%	53,00%
<i>Retail</i>	59,16%	58,12%	57,08%	56,04%	55,00%
<i>Wholesale</i>	52,16%	50,87%	49,58%	48,29%	47,00%



### 5.1.3 Costos de distribución

Al ser una partida de bajo importe (relativo al nivel de las ventas), se proyectó el costo de distribución entre 2014 y 2017 como el porcentaje sobre las ventas promedio observado entre 2010 y sep'13. Para el año 2013 se proyectó el mismo porcentaje sobre ventas de septiembre 2013.

Costo de Distribución Histórico (en UF)	2009	2010	2011	2012	sep-13	Promedio
Ingresos	4.982.807	5.631.959	6.385.178	7.476.455	6.228.240	
Costo de distribución	-53.878	-54.678	-56.160	-68.260	-63.329	
<i>Costo dist. / Ingresos</i>	<i>1,08%</i>	<i>0,97%</i>	<i>0,88%</i>	<i>0,91%</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,95%</i>

Costo de Distribución Proyectado (en UF)	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Ingresos	8.239.506	9.475.432	10.896.746	12.422.291	14.037.189
Costo de distribución	-83.780	-89.547	-102.979	-117.396	-132.658
<i>Costo dist. / Ingresos</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,95%</i>	<i>0,95%</i>	<i>0,95%</i>	<i>0,95%</i>

### 5.1.4 Gastos de Administración y Ventas

Se proyectaron las variables más relevantes de los GAV por separado, asumiendo distintos comportamientos para cada una de ellas. La tabla a continuación muestra dichos supuestos:

**Remuneraciones:** Se asume una tasa de crecimiento real que es un 2,25% menor al crecimiento proyectado de los ingresos. Este gap se obtiene al comparar el crecimiento promedio de las ventas versus el crecimiento promedio de las remuneraciones entre 2010 y 2012, de 14,50% y 12,24% respectivamente. Esta diferencia (2,25%) se utilizó a fin de establecer una relación entre el crecimiento de los ingresos y el crecimiento de las remuneraciones. Es decir, cuando se proyecta un crecimiento de ingresos de 15%, el crecimiento de las remuneraciones es de 12,75%.

Arriendos: En general, los arriendos de locales tienen un componente fijo (mínimo) y uno variable que depende de las ventas. Dado lo anterior el gasto por arriendo se proyectó como un porcentaje de las ventas retail (locales), igual al último registrado a septiembre de 2013 (9,44% sobre ventas retail)

Publicidad: Se asumió una tasa de gastos de publicidad sobre ingresos igual a la observada en septiembre de 2013, de 3,3%. Históricamente estos gastos han estado entre un 3,9% y un 3,2% de los ingresos.

Royalty: Se asumió una tasa de Royalty sobre Ingresos de 2,45% que corresponde a lo observado a septiembre 2013. Si bien durante 2009 y 2010 el gasto por royalty fue superior a un 3% de los ingresos, en los últimos años ha descendido, ubicándose entre un 2,2% y un 2,6%.

Otros GAV: A fin de proyectar los otros gastos de administración y ventas, que son recurrentes pero por un importe menor, se revisó cuanto representaban estos en relación con el total de GAV. En este caso, se asumió el número observado a 2012 que fue de un 17,17%. Este número ha ido descendiendo a lo largo de los años, desde un 19,2% hasta un 17%, no obstante a futuro se asumió que se mantendrá sin disminuciones.

	2009	2010	2011	2012	sep-13
GAV - Crec. Remuneraciones		14,88%	6,69%	15,15%	12,08%
GAV - Arriendos / Ventas Retail		9,71%	9,01%	9,06%	9,44%
GAV - Publicidad / Ingresos Totales	3,18%	3,89%	3,53%	3,24%	3,30%
GAV - Royalty / Ingresos Totales	3,20%	3,52%	2,26%	2,57%	2,45%
GAV - Otros GAV / GAV Totales	19,13%	19,23%	18,80%	17,17%	19,11%

	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
GAV - Crec. Remuneraciones	11,67%	12,75%	12,75%	11,75%	10,75%
GAV - Arriendos / Ventas Retail	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%
GAV - Publicidad / Ingresos Totales	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%
GAV - Royalty / Ingresos Totales	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%
GAV - Otros GAV / GAV Totales	17,17%	17,17%	17,17%	17,17%	17,17%

### 5.1.5 Depreciación y Amortización

Para la proyección de la depreciación y amortización se proyectó un plan de CAPEX (el cual se describe en 2.2.8.1 siguiente), adicional a la proyección de depreciación de los activos actuales.

Para ello se tomó como base la depreciación del año 2012, a modo de determinar los periodos de vida promedio para las partidas del Activo Fijo:

<b>Movimientos año 2012</b>	Construcciones en curso M\$	Terrenos M\$	Edificios M\$	Planta y equipos M\$	Equipamientos de TI M\$	Instalaciones fijas y accesorios M\$	Vehículos de motor M\$	Mejoras de bienes arrendados M\$	Otros M\$
<i>Saldo al 01.01.2012</i>	-	<b>3.752.044</b>	<b>8.060.468</b>	-	<b>479.564</b>	<b>640.083</b>	<b>32.233</b>	<b>9.053.978</b>	<b>735.359</b>
Adiciones	553.377	796.908	46.826		297.317	282.364	13.603	5.857.694	145.070
Retiros	-	-		-	-7.288	-15.919	-	-213.674	-101.424
Gastos por depreciación	-	-	-325.435	-25.989	-253.824	-335.898	-14.388	-2.677.865	-307.914
Pérdida por deterioro	-	-		-15.976	-27.804	-	-	-	-54.481
Otros incrementos (decrementos) por cambios de moneda extranjera	-	-10.839	-1.303	-	289	-8.600	-1.105	-92.028	-7.361
Otros incrementos (decrementos)	-515.875	-	-130.116	41.965	3.058	85.954	-	-346.112	-7.810
Cambios totales	37.502	786.069	-410.028	-	11.748	7.901	-1.890	2.528.015	-333.920
<i>Saldos al 31.12.2012</i>	<b>37.502</b>	<b>4.538.113</b>	<b>7.650.440</b>	-	<b>491.312</b>	<b>647.984</b>	<b>30.343</b>	<b>11.581.993</b>	<b>401.439</b>
<b>Años de depreciación:</b>			<b>24,77</b>		<b>1,89</b>	<b>1,91</b>	<b>2,24</b>	<b>3,38</b>	<b>2,39</b>

Con lo anterior se proyecta la depreciación para los próximos años, obteniéndose lo siguiente:

<b>Cifras en UF</b>	<b>2012</b>	<b>2013 E</b>	<b>2014 E</b>	<b>2015 E</b>	<b>2016 E</b>	<b>2017 E</b>
Activo Bruto Actual	2.019.513,9	1.997.624,7	1.997.624,7	1.997.624,7	1.997.624,7	1.997.624,7
Depreciación Acumulada	-735.824,0	-898.534,4	-1.159.331,9	-1.416.179,9	-1.627.765,5	-1.714.720,1
<i>Gasto por depreciación Activo actual</i>	<i>-172.556,2</i>	<i>-260.797,5</i>	<i>-256.848,0</i>	<i>-211.585,6</i>	<i>-86.954,6</i>	<i>-14.175,4</i>
Activo Fijo Neto Actual	1.111.133,7	838.292,8	581.444,8	369.859,2	282.904,6	268.729,2
CAPEX Tiendas			204.624,9	227.361,0	227.361,0	227.361,0
<i>Gasto por depreciación Capex Tiendas</i>				<i>-60.521,2</i>	<i>-127.767,0</i>	<i>-195.012,9</i>
CAPEX TI			12.875,9	12.875,9	12.875,9	12.875,9
<i>Gasto por depreciación Capex TI</i>				<i>-6.814,9</i>	<i>-12.875,9</i>	<i>-12.875,9</i>
<b><i>Gasto Total por Depreciación</i></b>	<b><i>-172.556,2</i></b>	<b><i>-260.797,5</i></b>	<b><i>-256.848,0</i></b>	<b><i>-278.921,8</i></b>	<b><i>-227.597,5</i></b>	<b><i>-222.064,2</i></b>

Amortización de Intangibles: La amortización de intangibles se proyectó constante e igual a la del año 2012 (UF 12.812).

Deterioros y deterioro plusvalía: no se proyectaron producto que dependen de las pruebas que se hagan por parte de la compañía, por lo que no siguen un patrón establecido (año 2012, UF 5.696).

#### 5.1.6 Ingresos Financieros

Los ingresos financieros se proyectaron en función de la tasa de rentabilidad promedio histórica de los activos (medida con los saldos promedios en caja e inversiones), aplicada sobre el saldo promedio total proyectado.

El cuadro a continuación presenta los antecedentes considerados:

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Efectivo y Equivalentes	471.388	351.296	917.442	647.386	738.184
Otros Activos Financieros corrientes	1.108.969	1.306.841	825.777	1.126.899	1.169.721
Inv. contabilizadas utilizando el método de la participación	56.451	59.456	50.102	79.540	82.032

Saldo Promedio Total		1.619.247	1.700.678	1.758.752	1.921.881
Ingresos Financieros		47.200	36.470	68.173	64.725
<b>Tasa de Interés promedio</b>		<b>2,91%</b>	<b>2,14%</b>	<b>3,88%</b>	<b>4,49%</b>

Cifras en UF	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Efectivo y Equivalentes	738.184	738.184	738.184	738.184	738.184
Otros Activos Financieros corrientes	2.334.520	3.794.124	5.448.760	7.316.214	9.974.661
Inv. contabilizadas utilizando el método de la participación	82.032	82.032	82.032	82.032	82.032
Saldo Promedio Total	2.504.281	3.884.538	5.441.658	7.202.703	9.465.654
Ingresos Financieros	86.300	130.385	182.649	241.759	317.715
<b>Tasa de Interés promedio</b>	<b>3,45%</b>	<b>3,36%</b>	<b>3,36%</b>	<b>3,36%</b>	<b>3,36%</b>

#### 5.1.7 Gastos Financieros

Deuda de corto plazo: corresponde a principalmente a cartas de crédito y boletas de garantía. La tasa promedio (anualizada) a septiembre de 2013 es 5,81% real. Esta se calcula descontando de los gastos financieros, los intereses de la obligación de largo plazo de la compañía. El saldo promedio de deuda de corto plazo para septiembre de 2013 es UF 258.585,4, el que se proyecta constante durante el periodo 2014 – 2017.

Deuda de largo plazo: se reconstruye la tabla de desarrollo de la operación de leasing que tiene la compañía con Metlife, tomando como base los datos publicados en los estados financieros de 2010.

## 5.2 Proyección de Estados Financieros

En UF	2009	2010	2011	2012	<b>2013 E</b>	<b>2014 E</b>	<b>2015 E</b>	<b>2016 E</b>	<b>2017 E</b>
Ingresos de actividades ordinarias	4.982.807	5.631.959	6.385.178	7.476.455	8.239.506	9.475.432	10.896.746	12.422.291	14.037.189
Costo de ventas	-2.447.878	-2.479.016	-2.586.077	-3.215.970	-3.502.382	-4.133.967	-4.876.378	-5.698.686	-6.597.479
<b>Ganancia bruta</b>	<b>2.534.929</b>	<b>3.152.943</b>	<b>3.799.101</b>	<b>4.260.485</b>	<b>4.737.124</b>	<b>5.341.465</b>	<b>6.020.368</b>	<b>6.723.605</b>	<b>7.439.710</b>
Otros ingresos, por función	43.165	63.147	67.829	28.902	48.105	48.105	48.105	48.105	48.105
Costos de distribución	-53.878	-54.678	-56.160	-68.260	-83.780	-89.547	-102.979	-117.396	-132.658
Gasto de administración sin dep y amort.	-1.668.637	-1.932.612	-2.049.464	-2.331.747	-2.515.622	-2.862.280	-3.256.956	-3.673.800	-4.107.617
Depreciación y Amortización	-158.957	-158.161	-206.112	-191.065	-273.471	-269.522	-291.596	-234.176	-222.064
Otros gastos, por función	-7.024	-15.757	-4.784	-10.748	-7.926	-7.926	-7.926	-7.926	-7.926
Otras ganancias (pérdidas)	1.365	5.969	-17.053	-9.248	-2.407	-2.407	-2.407	-2.407	-2.407
Ingresos financieros	29.793	47.200	36.470	68.173	86.300	130.385	182.649	241.759	317.715
Costos financieros	-10.389	-29.748	-19.863	-17.986	-20.923	-20.692	-20.444	-20.179	-19.895
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos ...	-940	13.197	3.944	7.527	8.563	0	0	0	0
Diferencias de cambio	-172.704	-27.528	26.093	-44.299	-16.871	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	-1.040	-303	-4.498	-1.551	-772	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuesto	535.683	1.063.668	1.575.503	1.690.183	1.958.318	2.267.579	2.568.814	2.957.584	3.312.963
Gasto por impuestos a las ganancias	-66.446	-159.778	-300.522	-316.951	-391.664	-453.516	-513.763	-591.517	-662.593
<b>Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas</b>	<b>469.238</b>	<b>903.890</b>	<b>1.274.981</b>	<b>1.373.231</b>	<b>1.566.655</b>	<b>1.814.064</b>	<b>2.055.051</b>	<b>2.366.067</b>	<b>2.650.370</b>

## 6 Proyección de Flujo de Caja Libre

### 6.1 CAPEX

El Plan de Capex orgánico se abrió en dos partidas:

#### 6.1.1 Capex por incorporación / mantención de tiendas:

Se considera el nivel de ventas retail por tienda para los años anteriores. De acuerdo a lo informado por la compañía en presentaciones institucionales, la inversión en CAPEX de tiendas está en torno a MM\$ 130 por cada apertura<sup>7</sup>, sin hacer mención a cuanto se destina a reposición versus cuanto es equipamiento de una nueva tienda.

En general, los Estados Financieros de la compañía muestran que el la inversión en tiendas (incorporación y mantención) es cerca del doble de la depreciación del ejercicio. Como criterio de proyección, se asume que 1/3 de la inversión anual destinada a tiendas será reposición en tanto que los 2/3 restantes serán destinados a ampliación.

Con esto en mente se plantea que la cadena debiera abrir del orden de 27 tiendas por año a fin de mantener un nivel adecuado de ventas anuales por tienda.

	2010	2011	2012	sep-13
Nº Tiendas	200	217	337	376
Venta Retail / Tienda (UF)	20.725,9	23.318,5	17.323,7	12.611,3

	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Nº Tiendas	373	400	427	454	481
Nuevas Tiendas – Organica (neto)	36	27	27	27	27
Nuevas Tiendas – Inorganica	34				
Venta Retail / Tienda (UF)	16.818,1	17.968,1	19.284,3	20.599,0	21.887,5

<sup>7</sup> Presentacion institucional de julio de 2012 señala inversión de USD 10,5 mm en 40 tiendas.

Considerando lo anterior, la proyección de CAPEX en lo relativo a tiendas queda de la siguiente manera:

Cifras en UF	<i>2014 E</i>	<i>2015 E</i>	<i>2016 E</i>	<i>2017 E</i>
CAPEX Tiendas – Ampliación	151.574,0	151.574,0	151.574,0	151.574,0
CAPEX Tiendas – Reposición	75.787,0	75.787,0	75.787,0	75.787,0
CAPEX Total	227.361,0	227.361,0	227.361,0	227.361,0

#### 6.1.2 CAPEX TI

Considerando la poca vida media de los activos asociados a TI, se proyectó el CAPEX en TI constante e igual al del año 2012, de UF 12.875,9, considerándose en un 100% de reposición.

### 6.2 Inversión en Capital de Trabajo

#### 6.2.1 Análisis de Cuentas por Cobrar

Se hizo una revisión histórica de la permanencia de las cuentas por cobrar, considerando los 2 segmentos operativos de la compañía (retail y wholesale).

Si bien históricamente la permanencia en el segmento retail ha estado sobre 24 días, a septiembre de 2013 se aprecia una disminución a 19,6 días. En el caso del segmento wholesale por el contrario, se aprecia un incremento en la permanencia, alcanzando los 115,1 días a septiembre 2013.



Como criterio de proyección se asumieron las últimas cifras observadas (sep-13)

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Ventas - Retail	3.679.610	4.145.261	5.060.176	5.835.496	4.741.884
Ventas - Wholesale	1.303.204	1.486.803	1.325.632	1.638.358	1.551.080
<i>Ventas Totales</i>	<i>4.982.814</i>	<i>5.632.064</i>	<i>6.385.807</i>	<i>7.473.855</i>	<i>6.292.965</i>
CxC Retail		279.175	355.816	426.444	343.411
CxC Wholesale		431.463	373.979	408.940	661.098
<i>CxC Totales</i>	<i>692.976</i>	<i>710.637</i>	<i>729.794</i>	<i>835.384</i>	<i>1.004.509</i>
Periodo (días)		365	365	365	270
Permanencia - Retail		24,6	25,7	26,7	19,6
Permanencia - Wholesale		105,9	103,0	91,1	115,1
<i>Permanencia Total</i>		<i>46,1</i>	<i>41,7</i>	<i>40,8</i>	<i>43,1</i>
<i>Cifras en MM\$</i>	<i>2013 E</i>	<i>2014 E</i>	<i>2015 E</i>	<i>2016 E</i>	<i>2017 E</i>
Ventas - Retail	6.273.137	7.187.224	8.234.392	9.351.962	10.527.891
Ventas - Wholesale	1.966.369	2.288.208	2.662.355	3.070.329	3.509.297
<i>Ventas Totales</i>	<i>8.239.506</i>	<i>9.475.432</i>	<i>10.896.746</i>	<i>12.422.291</i>	<i>14.037.189</i>
CxC Retail	336.062	385.031	441.129	500.999	563.996
CxC Wholesale	619.965	721.436	839.398	968.026	1.106.426
<i>CxC Totales</i>	<i>956.027</i>	<i>1.106.467</i>	<i>1.280.528</i>	<i>1.469.025</i>	<i>1.670.422</i>
Periodo (días)	365	365	365	365	365
Permanencia - Retail	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
Permanencia - Wholesale	115,1	115,1	115,1	115,1	115,1

## 6.2.2 Análisis de Cuentas por Pagar

En el caso de las cuentas por pagar, se observa históricamente un plazo de pago en torno a 50 días, el que ha disminuido levemente en 2012 y septiembre de 2013.

Como criterio de proyección se asumió la permanencia observada a septiembre 2013.

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Costo de Ventas	-2.447.878	-2.479.016	-2.586.077	-3.215.970	-2.647.449
Inventario Inicial		1.210.605	1.167.764	1.564.737	1.704.399
Inventario Final	1.240.240	1.213.400	1.603.110	1.723.075	1.753.416
Cuentas por Pagar	225.852	341.622	429.085	411.599	477.748
Periodo		365	365	365	270
Permanencia CxP		50,24	51,84	44,52	<b>47,84</b>
<i>Cifras en MM\$</i>	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Costo de Ventas	-3.502.382	-4.133.967	-4.876.378	-5.698.686	-6.597.479
Inventario Inicial	1.704.399	1.715.899	2.025.327	2.389.051	2.791.919
Inventario Final	1.715.899	2.025.327	2.389.051	2.791.919	3.232.259
Cuentas por Pagar	460.535	582.358	686.776	799.679	922.387
Periodo	365	365	365	365	365
Permanencia CxP	47,84	47,84	47,84	47,84	47,84

### 6.2.3 Análisis de Inventarios

La empresa tiene históricamente un nivel de permanencia de inventarios cercano a los 194 días, no obstante este indicador se encuentra influenciado por el año 2011 que presenta una permanencia de inventarios de 226 días. En un análisis de negocios, hace sentido la permanencia de inventarios de la empresa producto de las temporadas que se observan en esta industria (invierno / verano), es decir, al parecer el inventario considera los productos que serían vendidos en la siguiente temporada.

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Costo de Ventas	-2.447.878	-2.479.016	-2.586.077	-3.215.970	-2.647.449
Inventario Final	1.240.240	1.213.400	1.603.110	1.723.075	1.753.416
Periodo		365	365	365	270
Permanencia Inventarios		178,66	226,26	195,56	178,82
Cifras en UF	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Costo de Ventas	-3.502.382	-4.133.967	-4.876.378	-5.698.686	-6.597.479
Inventario Final	1.715.899	2.025.327	2.389.051	2.791.919	3.232.259
Periodo	365	365	365	365	365
Permanencia Inventarios	178,82	178,82	178,82	178,82	178,82

### 6.3 Inversión en Capital de Trabajo

La inversión de capital de trabajo se mide como la diferencia en el capital de trabajo entre un periodo y otro. Si la diferencia es positiva, implica que hubo inversión, en tanto que si es negativa, implica desinversión.

Para la proyección de Flujo de Caja, se considera la inversión de capital de trabajo en un año dado, como la proyección de capital de trabajo a final de dicho año menos la proyección de capital de trabajo del año inmediatamente anterior.

Cifras en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
CxC	692.976	710.637	729.794	835.384	1.004.509
Inventario	1.240.240	1.213.400	1.603.110	1.723.075	1.753.416
CxP	225.852	341.622	429.085	411.599	477.748
KT	1.707.364	1.582.415	1.903.819	2.146.859	2.280.176
Variación en KT	0	-84.153	380.919	288.611	156.586

Cifras en UF	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
CxC	956.027	1.106.467	1.280.528	1.469.025	1.670.422
Inventario	1.715.899	2.025.327	2.389.051	2.791.919	3.232.259
CxP	460.535	582.358	686.776	799.679	922.387
KT	2.211.391	2.549.435	2.982.803	3.461.266	3.980.293
Variación KT	87.801	338.045	433.368	478.463	519.027

### 6.4 Déficit o superávit de KT

Para ello se mide la diferencia entre el capital de trabajo de septiembre 2013 y el proyectado para diciembre 2013.

Del cuadro anterior se observa que la diferencia es de MM\$ (1.588), o equivalentemente UF (68.785), luego en el último trimestre hay una desinversión en capital de trabajo

## 6.5 Activos Prescindibles

Se definen como activos prescindibles aquellos que no son necesarios para la operación (no obstante tienen un valor de mercado), y por lo tanto la generación de flujo de caja operativo no se ve afectada por la tenencia de dichos activos.

Al revisar el balance de la Compañía, se pueden identificar los siguientes activos prescindibles.

ACTIVOS PRESCINDIBLES	30-sep-13	
	M\$	UF
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	1.936.328	83.856
Activos por impuestos corrientes	709.710	30.735
Activos por impuestos diferidos	2.675.711	115.877
<b>Total de Activos Prescindibles</b>	<b>5.321.749</b>	<b>230.468</b>

## 6.6 Deuda Financiera de la Compañía

De acuerdo con lo informado en los Estados Financieros al 30 de septiembre de 2013, la compañía tiene la siguiente situación de deuda financiera:

<u>Corto Plazo (UF)</u>	<b>30-09-2013</b>
Total C. Credito	236.040,2
Total B/G	49.008,6
Total Otros	12.591,5
<b>Total</b>	<b>297.640,3</b>

<u>Largo Plazo (UF)</u>	<b>30-09-2013</b>
Leasing (Saldo Ins.)	84.672,70

## 6.7 Flujo de Caja

<b>Flujo de Caja Proyectado</b> (Cifras en UF)	2012	sep-13	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Utilidad	1.373.231	1.214.934	1.566.655	1.813.754	2.049.062	2.360.098	2.644.422	2.644.422
Depreciación & Amortizacion	191.065	167.296	273.471	269.522	298.320	240.900	228.789	228.789
Diferencias de cambio	44.299	16.871	16.871	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reaj.	1.551	772	772	0	0	0	0	0
Costos Financieros ajustados	14.389	12.571	16.738	16.554	16.355	16.143	15.916	15.916
Otros gastos, por función	10.748	7.926	7.926	7.926	7.926	7.926	7.926	7.926
Otras ganancias (pérdidas)	9.248	2.407	2.407	2.407	2.407	2.407	2.407	2.407
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>1.646.544</b>	<b>1.422.778</b>	<b>1.884.841</b>	<b>2.110.163</b>	<b>2.374.071</b>	<b>2.627.475</b>	<b>2.899.460</b>	<b>2.899.460</b>
Inversiones Reposición				-88.663	-88.663	-88.663	-88.663	-228.789
Inversiones de Ampliación		-245.885	-245.885	-151.574	-151.574	-151.574	-151.574	0
Inversiones en Capital de Trabajo			-338.045	-433.368	-478.463	-519.027	0	0
<b>Flujo de Caja Neto</b>		<b>1.176.893</b>	<b>1.300.911</b>	<b>1.436.558</b>	<b>1.655.372</b>	<b>1.868.211</b>	<b>2.659.223</b>	<b>2.670.671</b>
<b>Perpetuidad</b>							<b>24.975.310</b>	
Valor Presente - dic 2013			124.018	1.297.783	1.350.994	1.377.408	1.771.211	
Valor Presente – Perp							16.635.137	

## 7 Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción

### Valoración Económica

(Cifras en UF)

Valor Presente Total - Dic'13	22.556.551
Valor Presente Total - Sep'13	21.990.870
Excedente (Deficit) KT sep - dic '13	68.785
Activos Prescindibles (incl. Caja)	2.220.405
<b>Activos Totales</b>	<b>24.280.061</b>
Deuda Financiera	-382.313
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>23.897.748</b>
Numero Acciones	258.469.000
<b>Precio Accion (en \$)</b>	<b>2.135</b>

## 8 Conclusiones

El trabajo aquí desarrollado valoriza económicamente a Forus S.A., compañía líder en el sector de retail especializado en calzado y prendas de vestir (principalmente outdoor).

Como resultado del ejercicio de valoración se obtiene un precio de la acción de \$2.135 al 30 de septiembre de 2013, el que se compara con el precio de cierre en la misma fecha de \$2.808,6, resultando en un potencial *downside* de 24%.

La compañía cuenta con una fuerte posición en caja, sustancialmente superior a sus pasivos financieros. Si bien dentro del giro del negocio está la administración de inversiones (producto del nivel de caja que presenta), se concluye que la razón de negocios detrás de esta posición de efectivo es poder aprovechar las oportunidades que puedan darse en términos de crecimiento, tanto orgánico como inorgánico.

Las perspectivas de crecimiento futuras se sustentan tanto en el crecimiento histórico que ha tenido la compañía, como en las expectativas de comparables líderes de la industria. En términos de costos, la compañía ha tenido un margen de la operación superior al 50% en los últimos años, sustentado principalmente en una estrategia de venta a través de una red de distribución propia, lo que le permite manejar de mejor manera su política de precios.

La compañía debiera beneficiarse a futuro producto de un mayor poder adquisitivo del segmento objetivo, lo que en consideración de su liderazgo y del posicionamiento de las marcas que administra, le debiera permitir mantener sus niveles de márgenes e incrementar sus niveles de venta.



## 9 Anexos

### Anexo 1 – Bibliografía

- Presentaciones Corporativas de la compañía (2012, 2013, 2014)
- Estados Financieros y Memorias corporativas años 2009-2013
- Evolución del Mercado del Calzado 2005 – 2011, Cámara Nacional de Comercio
- Índice Real de Ventas Comercio Minorista Noviembre 2013, Cámara Nacional de Comercio
- NIKE Investor Day Octubre 2013, Nike
- 10 K Financial Statements para Skechers, Wolverine World Wide, Nike
- Mercados Financieros y Estrategia Empresarial, Grinblatt y Titman

### Anexo 2 – Portafolio de marcas administradas por la compañía

- Hush Puppies
- Columbia
- CAT
- RKF
- Azaleia
- Merrell
- Nine West
- Hush Puppies Kids
- Calpany
- Brooks
- Mountain HardWear
- WLS
- Patagonia
- Cushe
- Sorel
- SEBAGO
- Church's
- JanSport
- Harley Davidson
- Norseg
- Burton
- Alpinestars
- Skullcandy
- Dakine
- Pasqualini
- Billabong
- Element
- Kustom
- Von Zipper

Anexo 2. - Resultados de regresiones para cálculo del Beta de la acción

**Al 30 de Septiembre de 2013**

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,47541987
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,22602405
R <sup>2</sup> ajustado	0,21850972
Error típico	0,03563634
Observaciones	105

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,03819888	0,03819888	30,0790706	2,9763E-07
Residuos	103	0,13080474	0,00126995		
Total	104	0,16900363			

**Al 30 de Septiembre de 2012**

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,58308437
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,33998738
R <sup>2</sup> ajustado	0,330372
Error típico	0,03577556
Observaciones	105

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,06856725	0,06856725	53,5727451	5,6619E-11
Residuos	104	0,13310861	0,00127989		
Total	105	0,20167586			

**Al 30 de Septiembre de 2011**

---

*Estadísticas de la regresión*

---

Coefficiente de correlación múltiple	0,54203619
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,29380323
R <sup>2</sup> ajustado	0,28694695
Error típico	0,03783268
Observaciones	105

---

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

---

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,06133413	0,06133413	42,8517015	2,3479E-09
Residuos	103	0,14742508	0,00143131		
Total	104	0,20875922			

---

**Al 30 de Septiembre de 2010**

---

*Estadísticas de la regresión*

---

Coefficiente de correlación múltiple	0,55620688
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,30936609
R <sup>2</sup> ajustado	0,30266091
Error típico	0,03919093
Observaciones	105

---

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

---

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,07086524	0,07086524	46,1383481	7,2728E-10
Residuos	103	0,15820071	0,00153593		
Total	104	0,22906594			

---

**Al 30 de Septiembre de 2009**

---

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,57381538
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,32926409
R <sup>2</sup> ajustado	0,32118294
Error típico	0,03917837
Observaciones	85

---

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

---

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,06254084	0,06254084	40,7446794	9,4265E-09
Residuos	83	0,12740043	0,00153494		
Total	84	0,18994126			

---