



**VALORACIÓN DE EMPRESAS FORUS S.A**

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

Alumno: Sr. Franz Castro Cabezas

Profesor guía: Sr. Mauricio Jara Bertín

Santiago de Chile, Abril 2015

## CONTENIDO

|   |    |
|---|----|
| CONTENIDO .....   | 2  |
| ÍNDICE DE TABLAS .....  | 5  |
| RESUMEN EJECUTIVO .....   | 7  |
| CAPITULO I: Metodología .....   | 8  |
| CAPITULO II: Descripción de la empresa y la industria .....             | 9  |
| 2.1 Descripción de la empresa .....                                     | 9  |
| 2.2 Filiales.....   | 10 |
| a)  Urusforus S.A: .....  | 10 |
| b)  Topsafety S.A: .....  | 10 |
| c)  Peruforus: S.A:.....  | 10 |
| d)  ForusColombia S.A: .....  | 11 |
| e)  LBC S.A.S: .....  | 11 |
| CAPITULO III: Financiamiento de la Empresa .....                        | 12 |
| CAPITULO IV: Estimación de la estructura de capital de la Empresa ..... | 13 |
| 4.1 Estructura de Capital de la Empresa .....                           | 13 |
| 4.2 Patrimonio Económico de la Empresa .....                            | 13 |
| 4.3 Estructura de Capital Objetivo.....                                 | 14 |
| CAPITULO V: Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa .....        | 15 |
| 5.1 Beta de la Deuda .....  | 15 |
| 5.2 Beta de la Acción .....   | 16 |
| 5.3 Beta Patrimonial sin Deuda.....                                     | 16 |
| 5.4 Beta Patrimonial con Deuda .....                                    | 17 |
| 5.6 Costo Patrimonial.....  | 18 |

|   |    |
|---|----|
| 5.7 Costo de Capital.....   | 18 |
| CAPITULO VI: Análisis operacional del negocio y la industria .....    | 20 |
| 6.1 Estados Financieros al 30 de junio del 2014.....                  | 20 |
| a) EEFF consolidados en UF.....                                       | 20 |
| b) EEFF consolidados en UF.....                                       | 21 |
| 6.2 Análisis de Crecimiento:.....                                     | 22 |
| a) Análisis de crecimiento para la empresa.....                       | 22 |
| b) Perspectivas de crecimiento de la industria para 2014E-2018E ..... | 25 |
| 6.3 Análisis de Costos Operacionales .....                            | 26 |
| a) Descripción de los Costos de operación .....                       | 26 |
| b) Detalle de los Costos de operación .....                           | 27 |
| c) Análisis de Costos no Operacionales .....                          | 29 |
| 6.4 Clasificación de activos corrientes y no corrientes.....          | 30 |
| CAPITULO VII: Proyección de los EERR 2014e-2018e.....                 | 31 |
| 7.1 Proyección ingresos de operación.....                             | 31 |
| A) Supuestos ingresos actividades ordinarias.....                     | 31 |
| 7.2 Proyección cuentas operacionales.....                             | 32 |
| A) Supuestos costos de venta .....                                    | 33 |
| B) Supuestos costos de distribución.....                              | 33 |
| C) Supuestos gastos de administración .....                           | 33 |
| D) Supuestos depreciación.....  | 34 |
| 7.3 Proyección cuentas no operacionales.....                          | 35 |
| A) Supuestos resultado no operacional .....                           | 35 |
| 7.4 Proyección EERR 2014E-2018E .....                                 | 36 |
| CAPITULO VIII: Proyección de Flujo de Caja Libre.....                 | 38 |

|  |    |
|--|----|
| 8.1 Ajuste depreciación y amortización.....                                | 38 |
| 8.2 Inversión de reposición.....   | 39 |
| 8.3 Nuevas inversiones.....  | 39 |
| 8.4 Inversión capital de trabajo.....                                      | 40 |
| 8.5 Exceso o déficit capital de trabajo.....                               | 41 |
| 8.6 Activos prescindibles.....   | 42 |
| 8.7 Flujo de caja libre.....   | 43 |
| CAPITULO IX: Valoración económica de la empresa y su precio de acción..... | 44 |
| CAPITULO X: CONCLUSIONES.....  | 46 |
| BIBLIOGRAFÍA.....  | 47 |

## ÍNDICE DE TABLAS

|   |    |
|---|----|
| Tabla 1: Elaboración fuente propia: principales accionistas Forus S.A al 30 de junio 2014.....  | 9  |
| Tabla 2: Fuente memoria al 30 de Junio del 2014 Forus S.A.....  | 12 |
| Tabla 3: Elaboración fuente propia: Deuda IFRS en UF Forus S.A.....   | 13 |
| Tabla 4: Elaboración fuente propia: Estructura de capital objetivo Forus S.A.....   | 14 |
| Tabla 5: Elaboración fuente propia: Beta de la deuda Forus S.A.....   | 15 |
| Tabla 6: Elaboración fuente propia: Forus S.A Regresión IGPA-FORUS.....   | 16 |
| Tabla 7: Elaboración fuente propia: Forus S.A Beta patrimonial sin deuda.....   | 17 |
| Tabla 8: Elaboración fuente propia: Forus S.A Beta patrimonial con deuda.....   | 17 |
| Tabla 9: Elaboración fuente propia: Forus S.A costo patrimonial.....  | 18 |
| Tabla 10: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costo de Capital.....  | 19 |
| Tabla 11: Elaboración fuente propia: Forus S.A Situación financiera UF al 30 de Junio 2014 ..   | 21 |
| Tabla 12: Elaboración fuente propia: Forus S.A EERR UF al 30 de Junio 2014 .....  | 22 |
| Tabla 13: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ingresos actividades ordinarias UF .....   | 23 |
| Tabla 14: Elaboración fuente propia: Forus S.A Distribución líneas de negocio .....   | 23 |
| Tabla 15: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ingresos actividades ordinarias.....   | 23 |
| Tabla 16: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ingresos actividades ordinarias distribución por países.....   | 24 |
| Tabla 17: Elaboración fuente propia: Forus S.A Composición en porcentaje de ingresos de actividades ordinarias por países.....  | 25 |
| Tabla 18: Elaboración fuente propia: Forus S.A en base a la publicación economía y negocios de emol en base a los datos de Euromonitor Internacional. <a href="http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=128909">http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=128909</a> ..... | 26 |
| Tabla 19: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costo de venta histórico en UF .....   | 27 |
| Tabla 20: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costo de distribución histórico en UF.....   | 27 |
| Tabla 21: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costos de administración históricos en UF .....  | 28 |
| Tabla 22: Elaboración fuente propia: Forus S.A Depreciación, amortización y deterioro histórico en UF.....  | 28 |
| Tabla 23: Elaboración fuente propia: Forus S.A Gastos de administración descontada la depreciación en UF .....  | 29 |
| Tabla 24: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costos no operacionales en UF .....  | 29 |

|  |    |
|--|----|
| Tabla 25: Elaboración fuente propia: Forus S.A Clasificación de activos.....   | 30 |
| Tabla 26: FUENTE: Elaboración propia a partir de publicación de Emol del sábado 22 noviembre 2014, “estudio Euromonitor Retail”, <a href="http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=128909">http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=128909</a> ..... | 32 |
| Tabla 27: Elaboración fuente propia: Forus S.A proyección ingresos actividades ordinarias por países.....  | 32 |
| Tabla 28: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección costo de ventas UF .....   | 33 |
| Tabla 29: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección costos de distribución UF .....  | 33 |
| Tabla 30: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección gastos de administración en UF ...   | 34 |
| Tabla 31: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección depreciación, amortización y deterioro en UF.....  | 34 |
| Tabla 32: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación cuentas no operacionales en UF ...   | 36 |
| Tabla 33: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección EERR en UF.....  | 37 |
| Tabla 34: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ajuste depreciación, amortización y deterioro en UF .....   | 38 |
| Tabla 35: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección inversión de reposición UF .....   | 39 |
| Tabla 36: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección nuevas inversiones en UF.....  | 40 |
| Tabla 37: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación capital de trabajo en UF .....   | 41 |
| Tabla 38: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección capital de trabajo en UF .....   | 41 |
| Tabla 39: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación déficit o exceso de capital de trabajo al 30 de Junio 2014. ....   | 42 |
| Tabla 40: Elaboración fuente propia: Forus S.A datos históricos de activos prescindibles en UF .....   | 43 |
| Tabla 41: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección Flujo de Caja Libre en UF.....   | 43 |
| Tabla 42: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyeccion Flujo de Caja valores en UF.....   | 44 |
| Tabla 43: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación del precio de la acción al 30 de Junio 2014 .....  | 45 |
| Tabla 44: Elaboración fuente propia: Forus S.A Precio de la acción observado al 30 de Junio del 2014 .....   | 45 |

## **RESUMEN EJECUTIVO**

El presente documento tiene como objetivo estimar el valor económico de una acción de la empresa Forus S.A. (en adelante la empresa) al 30 de junio del año 2014.

Para cumplir con el objetivo antes propuesto, se utilizó el Modelo de Flujo de Caja Descontado, el cual permitió determinar el valor actual de los flujos futuros de caja descontados a la tasa de costo de capital considerando el comportamiento histórico de éstos y las proyecciones de la Industria para el año 2018.

De los resultados el precio de la acción observado al 30 de Junio del 2014, fue de \$2.822 pesos, mientras que el precio estimado de la acción se situó por sobre el observado con un valor de \$2.822 pesos a la fecha considerada.

De lo anterior, este estudio apunta a que el precio de la acción se encuentra subvalorado, es decir, el mercado fija el precio de la acción por debajo de sus fundamentos.

Se espera en el mediano plazo el mercado recoja las expectativas de crecimiento estimadas para la industria al 2018, y a su vez ajuste el precio de la acción.

## **CAPITULO I: METODOLOGÍA**

La metodología utilizada para la evaluación de la empresa Forus S.A, al 30 de Junio del 2014, es llevada a cabo mediante la valorización del flujo de caja descontado. Esta metodología consiste en la valoración de una empresa de acuerdo a su estimación de sus flujos futuros proyectados descontada a la tasa del costo de capital (WACC).

La valoración por flujo de caja descontado supone una estimación de la capacidad de generar ingresos futuros de una empresa llevados a valor presente. Dicho flujo es descontado a la tasa de costo de capital a fin de obtener el precio de la acción.



## CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

### 2.1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Forus S.A. es una empresa chilena con 33 años de experiencia, perteneciente al rubro del retail especializado. Constructora de marcas de productos de calzado, vestuario y accesorios. La empresa cuenta con 422 locales distribuidos en Latinoamérica, con presencia en Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Su portafolio está compuesto por 32 marcas.

Los principales accionistas de Forus S.A, se listan a continuación:

| 12 PRINCIPALES ACCIONISTAS FORUS S.A      |     |
|---|-----|
| INVERSIONES COSTANERA LIMITADA            | 63% |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO  | 9%  |
| BANCO SANTANDER-HSBC GLOBAL CUSTODY CLIE  | 4%  |
| BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EX-TRAN | 3%  |
| TRENDS SA                                 | 3%  |
| BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS   | 3%  |
| ASESORÍAS E INVERSIONES SANTA FRANCISCA   | 2%  |
| BTG PACTUAL CHILE S A C DE B              | 2%  |
| AFP PROVIDA S A PARA FDO PENSION C        | 1%  |
| BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE V  | 1%  |
| AFP PROVIDA S A FONDO TIPO B              | 1%  |
| AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C        | 1%  |

Tabla 1: Elaboración fuente propia: principales accionistas Forus S.A al 30 de junio 2014

## **2.2 FILIALES**

Las filiales de Forus S.A mantienen presencia en la industria del retail. Sus operaciones principales se desarrollan en el mercado de Chile, sin embargo, la empresa durante los últimos años ha generado presencia en otros mercados tales como Perú, Uruguay, Colombia. Las filiales que componen Forus S.A se distribuyen de la siguiente forma:

### **a) URUSFORUS S.A:**

Urusforus S.A opera en Uruguay y su objeto es la fabricación, importación, exportación, comercialización, representación y distribución de calzados, artículos de cuero, vestimenta, textiles y otros artículos del tipo retail. La participación de Forus S.A es directa en un 100%.

### **b) TOPSAFETY S.A:**

Topsafety S.A es una empresa dedicada a la fabricación, importación, exportación, distribución y comercialización, de toda clase de calzados, prendas de vestir y accesorios de seguridad. La participación de Forus S.A es directa en un 99,89%.

### **c) PERUFORUS: S.A:**

Paruforus S.A es una empresa dedicada a la fabricación, importación y/o comercialización de toda clase de productos. La participación de Forus S.A es directa en un 99,89%.

**d) FORUSCOLOMBIA S.A:**

ForusColombia empresa dedicada a la distribución y representación, compra y venta, de artículos de vestuarios por medio del retail. La participación de Forus S.A es directa en un 51,01%.

**e) LBC S.A.S:**

LBC S.A.S es una empresa dedicada a la distribución y representación, compra y venta, de artículos de vestuarios por medio del retail. La participación de Forus S.A es directa en un 49%.

### CAPITULO III: FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

La empresa al 30/06/2014 no presenta emisión de Bonos vigentes. Por tanto al revisar la vía de financiamiento de la empresa se considera como costo de financiamiento la tasa promedio de la deuda largo plazo que mantiene la empresa. De los datos señalados se establece como Kb la tasa de descuento en 5.75% en términos anuales reales.

$$K_b = 5.75\% \text{ anual, real.}$$

**Nota 17 - Otros Pasivos Financieros Corrientes y no Corrientes (continuación)**

La composición de los pasivos financieros corrientes y no corrientes en base a flujos no descontados es la siguiente:

Al 30 de junio de 2014:

| Rut Empresa Deudora | Empresa Deudora                 | País             | Rut Empresa Acreedora | Banco o Institución financiera | Moneda             | Hasta 90 días<br>M\$ | De 91 días hasta 1 año<br>M\$ | Más de 1 año hasta 3 años<br>M\$ | Más de 3 años a 5 años<br>M\$ | Más de 5 años<br>M\$ | Total<br>M\$         | Tasa de Interés Efectiva % |
|---------------------|---------------------------------|------------------|-----------------------|--------------------------------|--------------------|----------------------|-------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------------|
| 86.963.200-7        | Forus S.A.                      | Chile            | 97.004.000-5          | Banco de Chile                 | Dólar              | 832.287              | -                             | -                                | -                             | -                    | 832.287              | (*)                        |
| 86.963.200-7        | Forus S.A.                      | Chile            | 99.512.160-3          | Melife Chile S. de Vida S.A    | U.F.               | 54.040               | 162.120                       | 432.321                          | 432.321                       | 1.963.459            | 3.044.261            | 6,90%                      |
| 96.583.940-2<br>0-E | Topsafety S.A.<br>Uruforus S.A. | Chile<br>Uruguay | 97.041.000-7<br>0-E   | Banco Itau<br>Banco Itau       | Dólar<br>Dólar     | 124.798<br>2.223.228 | -                             | -                                | -                             | -                    | 124.798<br>2.223.228 | (*)<br>4,60%               |
| 0-E                 | Forus Colombia S.A.S            | Colombia         | 0-E                   | Bancolombia                    | Pesos Colombia nos | 6.537                | -                             | -                                | -                             | -                    | 6.537                | 0,00%                      |
| Total               |                                 |                  |                       |                                |                    | 3.240.890            | 162.120                       | 432.321                          | 432.321                       | 1.963.459            | 6.231.111            |                            |

Tabla 2: Fuente memoria al 30 de Junio del 2014 Forus S.A.

## CAPITULO IV: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 4.1 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

A fin de determinar la estructura de capital de la empresa, se utilizaron los datos de los EEFF consolidados, al 30 de Junio del 2014. Dichos datos se presentan en UF al 30/06/2014.

| <b>DEUDA IFRS EN UF FORUS S.A A PARTIR DE EEFF CONSOLIDADOS</b> |   |                |                |                |                |                |
|---|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|   | Fecha                                   | 30/06/2014     | 31/12/2013     | 31/12/2012     | 31/12/2011     | 31/12/2010     |
| +   | Otros pasivos financieros corrientes    | 136.301        | 94.357         | 120.475        | 299.938        | 185.488        |
| +   | Otros pasivos financieros no corrientes | 57.958         | 56.373         | 72.633         | 289.733        | 142.570        |
| +   | Otros pasivos financieros corrientes    | 78.698         | 80.558         | 84.084         | 87.383         | 120.370        |
| +   | Otros pasivos financieros no corrientes | 2.669          | 4.669          | 10.766         | 13.196         | 550            |
| =   | <b>DEUDA FINANCIERA</b>                 | <b>275.625</b> | <b>235.957</b> | <b>287.959</b> | <b>690.250</b> | <b>448.978</b> |

Tabla 3: Elaboración fuente propia: Deuda IFRS en UF Forus S.A

### 4.2 PATRIMONIO ECONÓMICO DE LA EMPRESA

El patrimonio económico de la empresa se obtiene a partir de los EEFF entre el 2010 y Jun 2014, para determinar dicho valor se considera la emisión de acciones comunes suscritas y pagadas. Considerando el precio de cierre de la acción transada en la Bolsa de Santiago el patrimonio económico de Forus S.A se conforma de la siguiente manera:

| <b>PATRIMONIO ECONÓMICO FORUS S.A UF</b> |             |             |             |             |             |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Fecha                                    | 30/06/2014  | 31/12/2013  | 31/12/2012  | 31/12/2011  | 31/12/2010  |
| Nº de acciones suscritas y pagadas       | 258.469.000 | 258.469.000 | 258.469.000 | 258.469.000 | 258.469.000 |
| Precio cierre                            | 2.288       | 2.658       | 2.695       | 1.384       | 1.525       |
| Patrimonio económico UF                  | 24.617.571  | 29.476.667  | 30.491.325  | 16.044.441  | 18.371.248  |
| UF Observada                             | 24.023,61   | 23.309,56   | 22.840,75   | 22.294,03   | 21.455,55   |

#### **4.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO**

La estructura de capital objetivo, se determinó considerando los datos obtenidos en el presente capítulo, mediante el promedio de la estructura de capital anual para los periodos del 2010 al 30 de junio del 2014.

| <b>RATIOS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO FORUS S.A</b> |            |            |            |            |            |                                |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|--------------------------------|
| Estructura de capital                                     | 30/06/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | Estructura de capital objetivo |
| <b>B/V</b>  | 0,0111     | 0,0079     | 0,0094     | 0,0412     | 0,0239     | <b>0,0187</b>                  |
| <b>P/V</b>  | 0,9889     | 0,9921     | 0,9906     | 0,9588     | 0,9761     | <b>0,9813</b>                  |
| <b>B/P</b>  | 0,0112     | 0,0080     | 0,0094     | 0,0430     | 0,0244     | <b>0,0192</b>                  |

Tabla 4: Elaboración fuente propia: Estructura de capital objetivo Forus S.A.

## CAPITULO V: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

A partir de la estimación de la estructura objetivo de la empresa obtenida en el capítulo anterior. Se obtiene el costo patrimonial de la empresa, mediante la metodología CAPM, considerando como costo de financiamiento  $k_b$ , al promedio del costo de la deuda de largo plazo, en términos reales a una tasa de 5.75%.

### 5.1 BETA DE LA DEUDA

Considerando la siguiente información: Tasa libre de riesgo 2.24%, premio por riesgo (PRM) 5.93%, tasa de impuestos a las corporaciones 20%. De lo anterior se procede a calcular el beta de la deuda mediante la siguiente formula:

$$\beta = \frac{k_b - r_f}{PMR}$$

Desarrollando la ecuación del beta de la deuda se obtienen los siguientes datos:

| <b>Beta de la deuda (Bd)</b>       |       |
|------------------------------------|-------|
| Tasa libre de riesgo (rf)          | 2,24% |
| Premio por riesgo de mercado (PRM) | 5,93% |
| $K_b$                              | 5.75% |
| Beta de la deuda (Bd)              | 0.592 |

Tabla 5: Elaboración fuente propia: Beta de la deuda Forus S.A

## 5.2 BETA DE LA ACCIÓN

Para calcular el beta de la acción, se realiza mediante una regresión lineal entre los retornos observados, de Forus S.A y el IGPA a partir del modelo ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ ). Considerando las 105 observaciones anteriores al 30 de junio de cada año. En base a lo descrito se obtiene el beta de la acción entregando los siguientes antecedentes:

| REGRESIÓN IGPA-FORUS                       |                            |                            |                            |                            |                            |
|--|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| ÍTEM                                       | 2010                       | 2011                       | 2012                       | 2013                       | 2014                       |
| Beta de la Acción                          | 0,93144718                 | 1,267559521                | 1,253519128                | 1,181482848                | 0,751637803                |
| Presencia Bursátil                         | 96,11                      | 87,78                      | 96,67                      | 96,11                      | 96,11                      |
| Número de observaciones                    | 94                         | 105                        | 105                        | 105                        | 105                        |
| Periodo observaciones                      | 27/06/2008 -<br>25/06/2010 | 17/04/2009 -<br>24/06/2011 | 28/05/2010 -<br>29/06/2012 | 10/06/2011 -<br>28/06/2013 | 25/05/2012 -<br>27/06/2014 |
| <b>Beta patrimonial con deuda (Bp C/D)</b> |                            |                            | <b>0,751637803</b>         |                            |                            |

Tabla 6: Elaboración fuente propia: Forus S.A Regresión IGPA-FORUS

## 5.3 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA

El beta patrimonial sin deuda se calcula mediante los datos obtenidos y la estructura de capital de la empresa objetivo determinada anteriormente. Para ello, se considera la siguiente formula:

$$\beta_p^{S/D} = \frac{\beta_p^{C/D} + \beta_d * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right)}{[1 + (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right)]}$$

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:



| <b>Beta patrimonial sin deuda (Bp S/D)</b> |               |
|--|---------------|
| BpC/D (beta accion)                        | 0,7516        |
| Bd   | 0,5919        |
| t  | 20%           |
| B/P junio 2014                             | 0,0112        |
| <b>Beta patrimonial sin deuda (Bp S/D)</b> | <b>0,7502</b> |

Tabla 7: Elaboración fuente propia: Forus S.A Beta patrimonial sin deuda

#### 5.4 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA

Se incorpora la estructura de deuda el beta patrimonial sin deuda en relación a la estructura de capital objetivo de la empresa mediante la siguiente formula:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} * (1 + (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right)) - \beta_d * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right)$$

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:

| <b>Beta patrimonial con deuda (Bp C/D)</b> |               |
|--|---------------|
| Beta patrimonial sin deuda (Bp S/D)        | 0,7502        |
| Bd   | 0,5919        |
| t  | 20%           |
| B/P (estructura objetivo)                  | 0,0192        |
| <b>Beta patrimonial con deuda (Bp C/D)</b> | <b>0,7527</b> |

Tabla 8: Elaboración fuente propia: Forus S.A Beta patrimonial con deuda

## 5.6 COSTO PATRIMONIAL

Mediante el modelo de CAPM se estima la tasa de costo patrimonial, para ello se utiliza el beta patrimonial con deuda anteriormente calculado, mediante la siguiente formula:

$$k_p = r_f + PMR * \beta_p^{C/D}$$

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:

| Costo patrimonial (kp)              |        |
|-------------------------------------|--------|
| Tasa libre de riesgo (rf)           | 0,0224 |
| Premio por riesgo de mercado (PRM)  | 0,0593 |
| Beta patrimonial con deuda (Bp C/D) | 0,7527 |
| Costo patrimonial (kp)              | 0,0670 |

Tabla 9: Elaboración fuente propia: Forus S.A costo patrimonial

## 5.7 COSTO DE CAPITAL

Con los datos anteriores se calcula el costo de capital ( $k_0$ ), para la empresa al 30 de junio del 2014, mediante la siguiente formula:

$$k_o = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:

| <b>Costo de capital (K0)</b> |                |
|------------------------------|----------------|
| Kp                           | 0,0670         |
| P/V objetivo                 | 0,9813         |
| Kb                           | 0,0575         |
| t                            | 20%            |
| B/V objetivo                 | 0,0187         |
| <b>Costo de capital (K0)</b> | <b>6,6639%</b> |

Tabla 10: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costo de Capital

Finalmente se obtiene que el costo de capital K0, con un valor de 6,6639%. La tasa K0 permitirá descontar, los flujos futuros de la empresa a través del flujo de caja descontado.

## CAPITULO VI: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA

### 6.1 ESTADOS FINANCIEROS AL 30 DE JUNIO DEL 2014.

#### a) EEFF CONSOLIDADOS EN UF

A continuación se presentan los Estados Financieros Consolidados de Forus S.A. y sus Filiales, estos se presentan consolidados en UF.

| Estados de Situación Financiera Consolidados UF                     |            |            |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| Activos   | 30/06/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
| Efectivo y Equivalentes al Efectivo                                 | 444.599    | 359.656    | 647.386    | 917.442    | 351.296    |
| Otros Activos Financieros   | 1.157.626  | 1.445.230  | 1.126.899  | 825.777    | 1.306.841  |
| Otros Activos No financieros  | 123.887    | 101.169    | 69.140     | 84.494     | 110.420    |
| Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar                     | 1.284.516  | 938.702    | 835.384    | 729.794    | 710.637    |
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas                         | 292        | 284        | 30.209     | 164        | 53         |
| Inventarios   | 2.266.553  | 2.079.575  | 1.723.075  | 1.603.110  | 1.213.400  |
| Activos por Impuestos Corrientes                                    | 35.542     | 63.127     | 79.594     | 12.557     | 30.906     |
| Total activos corrientes  | 5.313.014  | 4.987.742  | 4.511.687  | 4.173.338  | 3.723.553  |
| Activos no corrientes   |            |            |            |            |            |
| Otros Activos Financieros no corrientes                             | 2.972      | 14.212     | 17.486     | 15.464     | 16.093     |
| Otros Activos No Financieros no corrientes                          | 89.794     | 98.603     | 60.840     | 47.719     | 20.865     |
| Derechos por Cobrar no corrientes                                   | 7.095      | 7.124      | 6.977      | 6.870      | 6.843      |
| Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación | 143.376    | 133.452    | 79.540     | 50.102     | 59.456     |
| Activos Intangibles distintos de la Plusvalía                       | 139.652    | 146.597    | 92.897     | 84.900     | 85.959     |
| Plusvalía   | 366.755    | 377.990    | 46.572     | 58.856     | 61.221     |
| Propiedades, Plantas y Equipos                                      | 1.248.233  | 1.247.763  | 1.111.134  | 1.020.620  | 894.749    |
| Activos por Impuestos Diferidos                                     | 77.605     | 67.657     | 57.713     | 96.271     | 70.189     |
| Total activos no corrientes   | 2.075.481  | 2.093.399  | 1.473.160  | 1.380.802  | 1.215.376  |
| Total Activos   | 7.388.494  | 7.081.141  | 5.984.847  | 5.554.140  | 4.938.929  |
| Pasivos y patrimonio neto   |            |            |            |            |            |
| Pasivos corrientes  |            |            |            |            |            |

|   |           |           |           |           |           |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Otros Pasivos Financieros corrientes  | 136.301   | 94.357    | 120.475   | 299.938   | 185.488   |
| Cuentas por Pagar Comerciales y otras Cuentas por Pagar                                       | 483.745   | 548.450   | 411.599   | 429.085   | 342.624   |
| Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas  | 19.487    | 13.077    | 0         | 0         | 0         |
| Otras Provisiones   | 49.116    | 321.809   | 275.535   | 39.841    | 89.243    |
| Pasivos por Impuestos   | 28.584    | 7.131     | 5.146     | 142.324   | 57.093    |
| Provisiones por Beneficios a los Empleados  | 100.145   | 130.998   | 125.524   | 112.599   | 100.102   |
| Otros Pasivos No Financieros  | 57.958    | 56.373    | 72.633    | 289.733   | 142.570   |
| Total pasivos corrientes  | 875.335   | 1.172.194 | 1.010.912 | 1.313.520 | 917.120   |
| Pasivos no corrientes   |           |           |           |           |           |
| Otros Pasivos Financieros   | 78.698    | 80.558    | 84.084    | 87.383    | 120.370   |
| Otros Pasivos No Financieros  | 2.669     | 4.669     | 10.766    | 13.196    | 550       |
| Pasivos por Impuestos Diferidos   | 0         | 0         | 0         | 38.777    | 56.471    |
| Total pasivos no corrientes   | 81.367    | 85.228    | 94.851    | 139.357   | 177.391   |
| Patrimonio neto atribuible a los tenedores de instrumentos de patrimonio neto de controladora |           |           |           |           |           |
| Capital Emitido   | 1.009.123 | 1.040.036 | 1.061.383 | 1.087.412 | 1.129.908 |
| Ganancias Acumuladas  | 4.589.999 | 3.950.871 | 3.008.128 | 2.224.560 | 1.940.599 |
| Prima de Emisión  | 723.712   | 745.881   | 761.191   | 779.857   | 810.334   |
| Otras Reservas  | 44.396    | 18.106    | 3.576     | 6.556     | -42.610   |
| Patrimonio Neto Atribuible a los Propietarios de la Controladora                              | 6.367.230 | 5.754.894 | 4.834.278 | 4.098.385 | 3.838.231 |
| Participaciones No Controladoras  | 64.562    | 68.825    | 44.806    | 2.879     | 6.186     |
| Total Patrimonio  | 6.431.793 | 5.823.719 | 4.879.084 | 4.101.264 | 3.844.417 |
| Total Patrimonio y Pasivos  | 7.388.494 | 7.081.141 | 5.984.847 | 5.554.140 | 4.938.929 |

Tabla 11: Elaboración fuente propia: Forus S.A Situación financiera UF al 30 de Junio 2014

## b) EEFF CONSOLIDADOS EN UF

A continuación se presentan los Estados resultado integrales Consolidados de Forus S.A. y sus Filiales, estos se presentan consolidados en UF.

| Estados de Resultados Integrales UF       |                  |                  |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|   | 30/06/2014       | 31/12/2013       | 31/12/2012       | 31/12/2011       | 31/12/2010       |
| <b>Ingresos de actividades ordinarias</b> | <b>4.877.100</b> | <b>8.306.929</b> | <b>7.476.455</b> | <b>6.385.178</b> | <b>5.631.959</b> |
| Costo de ventas                           | -2.096.802       | -3.493.268       | -3.215.970       | -2.586.077       | -2.479.016       |
| <b>Ganancia bruta</b>                     | <b>2.780.298</b> | <b>4.813.660</b> | <b>4.260.485</b> | <b>3.799.101</b> | <b>3.152.943</b> |
| Otros ingresos, por función               | 6.025            | 87.942           | 28.902           | 67.829           | 63.147           |
| Costos de distribución                    | -49.530          | -68.967          | -68.260          | -56.160          | -54.678          |
| Gasto de administración                   | -1.660.182       | -2.904.751       | -2.522.813       | -2.255.576       | -2.085.815       |
| Otros gastos, por función                 | -5.093           | -15.716          | -10.748          | -4.784           | -21.236          |
| Otras ganancias (pérdidas)                | 5.173            | -26.051          | -9.248           | -17.053          | 6.489            |

|  |                  |                  |                  |                  |                  |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ingresos financieros   | 19.117           | 79.547           | 68.173           | 36.470           | 47.200           |
| Costos financieros   | -12.134          | -20.670          | -17.986          | -19.863          | -29.748          |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | 6.837            | 16.767           | 7.527            | 3.944            | 13.197           |
| Diferencias de cambio  | 56.524           | 28.103           | -44.299          | 26.093           | -27.528          |
| Resultados por unidades de reajuste  | -2.151           | -1.411           | -1.551           | -4.498           | -303             |
| <b>Ganancia (pérdida), antes de impuesto</b>   | <b>1.144.885</b> | <b>1.988.454</b> | <b>1.690.183</b> | <b>1.575.503</b> | <b>1.063.668</b> |
| Gasto por impuestos a las ganancias  | -230.616         | -363.044         | -316.951         | -300.522         | -159.778         |
| <b>Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas</b>  | <b>914.269</b>   | <b>1.625.411</b> | <b>1.373.231</b> | <b>1.274.981</b> | <b>903.890</b>   |
| Ganancia, atribuible a los propietarios de la controladora   | 921.182          | 1.622.616        | 1.365.727        | 1.274.907        | 907.084          |
| Ganancia, atribuible participaciones no controladoras  | -6.913           | 2.794            | 7.504            | 74               | -3.194           |
| <b>Ganancia</b>  | <b>914.269</b>   | <b>1.625.411</b> | <b>1.373.231</b> | <b>1.274.981</b> | <b>903.890</b>   |
| Ganancia por acción básica y diluida   | 4                | 6                | 5                | 5                | 3                |
| <b>Otros Resultados Integrales</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |
| Ganancia (pérdida)   | <b>914.269</b>   | <b>1.625.411</b> | <b>1.373.231</b> | <b>1.274.981</b> | <b>903.890</b>   |
| Ganancias (pérdidas) por diferencia de cambio de conversión  | 26.829           | 14.601           | -2.823           | 47.563           | -12.487          |
| <b>Otro resultado integral Total</b>   | <b>26.829</b>    | <b>14.601</b>    | <b>-2.823</b>    | <b>47.563</b>    | <b>-12.487</b>   |
| <b>Resultado Integral Total</b>  | <b>941.098</b>   | <b>1.640.012</b> | <b>1.370.408</b> | <b>1.322.544</b> | <b>891.403</b>   |
| <b>Resultados Atribuibles a</b>  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Resultado integral atribuible a los propietarios de la controladora  | 948.011          | 350.192          | 1.362.904        | 1.322.470        | 894.597          |
| Resultado integral atribuible a participaciones no controladora  | -6.913           | 2.794            | 7.504            | 74               | -3.194           |
| <b>Resultado Integral Total</b>  | <b>941.098</b>   | <b>352.986</b>   | <b>1.370.408</b> | <b>1.322.544</b> | <b>891.403</b>   |

Tabla 12: Elaboración fuente propia: Forus S.A EERR UF al 30 de Junio 2014

## 6.2 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO:

### a) ANÁLISIS DE CRECIMIENTO PARA LA EMPRESA

Forus S.A subdivide sus operaciones en dos tipos de negocios, Wholsale y Retail. Se debe considerar que la empresa tiene operaciones en Chile, Perú, Colombia y Uruguay. A continuación se describen los ingresos por segmento y tasas de crecimiento de la empresa entre el 2010 y el 31/06/2014.

| <b>INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS UF 2014-2010</b> |                            |                       |                       |                       |                       |
|---|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>Ingresos de actividades ordinarias</b>           | <b>al 30 de junio 2014</b> | <b>al 31 dic 2013</b> | <b>al 31 dic 2012</b> | <b>al 31 dic 2011</b> | <b>al 31 dic 2010</b> |
| <b>Resultado negocio Wholesale UF</b>               | 1.145.650                  | 1.737.422             | 1.638.358             | 1.325.054             | 1.486.776             |
| <b>Resultado negocio Retail UF</b>                  | 3.731.451                  | 6.569.507             | 5.838.097             | 5.060.124             | 3.989.282             |
| <b>Total</b>  | <b>4.877.100</b>           | <b>8.306.929</b>      | <b>7.476.455</b>      | <b>6.385.178</b>      | <b>5.476.058</b>      |

Tabla 13: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ingresos actividades ordinarias UF

La distribución promedio que genera cada línea de negocio durante el periodo estudiado se describe a continuación:

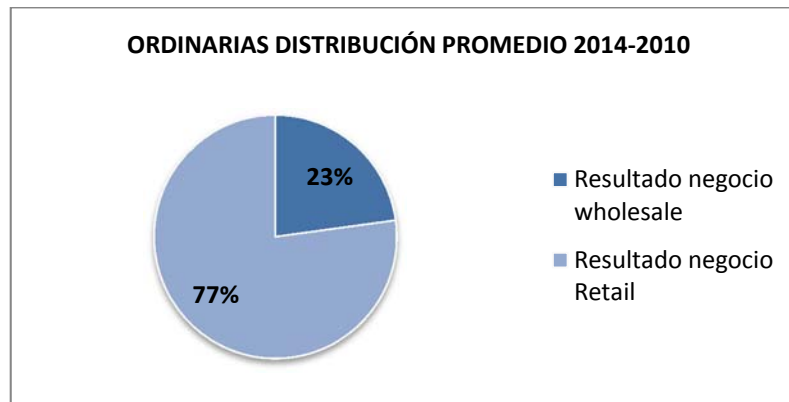


Tabla 14: Elaboración fuente propia: Forus S.A Distribución líneas de negocio

De lo anterior, el crecimiento real de ventas a junio del 2014, se comporta bajo la siguiente estructura:

| <b>EVOLUCIÓN INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS 2014 30Jun-2010</b> |                            |                       |                       |                       |
|--|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>Ingresos de actividades ordinarias %</b>                      | <b>al 30 de junio 2014</b> | <b>al 31 dic 2013</b> | <b>al 31 dic 2012</b> | <b>al 31 dic 2011</b> |
| <b>Resultado negocio Wholesale</b>                               | -34%                       | 6%                    | 24%                   | -11%                  |
| <b>Resultado negocio Retail</b>                                  | -43%                       | 13%                   | 15%                   | 27%                   |
| <b>Total</b>   | <b>-41%</b>                | <b>11%</b>            | <b>17%</b>            | <b>17%</b>            |

Tabla 15: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ingresos actividades ordinarias.

Cabe señalar que la caída descrita al 30 de Junio del 2014, se obtiene dado que los ingresos provenientes de actividades ordinarias solo tienen datos hasta el primer semestre de operación del 2014. De eso, el valor señalado en el último corte no representa tendencia.

En la siguiente tabla se describe los ingresos de actividades ordinarias provenientes por país de acuerdo a las operaciones de Wholsale y Retail expresados en UF.

| <b>INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS WHOLSALE UF 2010-2014 JUN30 POR PAÍSES</b> |              |             |                 |                |                      |              |
|---|--------------|-------------|-----------------|----------------|----------------------|--------------|
|   | <b>CHILE</b> | <b>PERÚ</b> | <b>COLOMBIA</b> | <b>URUGUAY</b> | <b>ELIMINACIONES</b> | <b>TOTAL</b> |
| <b>30/06/2014</b>   | 1.009.015    | 133.630     | 13.959          | 18.615         | -29.569              | 1.145.650    |
| <b>31/12/2013</b>   | 1.732.028    | 114.125     | 28.247          | 43.209         | -180.187             | 1.737.422    |
| <b>31/12/2012</b>   | 1.592.664    | 117.398     | 83.785          | 58.197         | -213.686             | 1.638.358    |
| <b>31/12/2011</b>   | 1.292.915    | 96.980      | 32.602          | 40.905         | -138.349             | 1.325.054    |
| <b>31/12/2010</b>   | 1.519.651    | 69.278      | 45.796          | 49.553         | -197.501             | 1.486.776    |
|   |              |             |                 |                |                      |              |
| <b>INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS RETAIL UF 2010-2014 JUN30 POR PAÍSES</b>   |              |             |                 |                |                      |              |
|   | <b>CHILE</b> | <b>PERÚ</b> | <b>COLOMBIA</b> | <b>URUGUAY</b> | <b>ELIMINACIONES</b> | <b>TOTAL</b> |
| <b>30/06/2014</b>   | 3.004.423    | 266.898     | 104.636         | 355.494        | 0                    | 3.731.451    |
| <b>31/12/2013</b>   | 5.325.364    | 399.259     | 211.542         | 633.342        | 0                    | 6.569.507    |
| <b>31/12/2012</b>   | 4.769.549    | 306.731     | 190.734         | 571.083        | 0                    | 5.838.097    |
| <b>31/12/2011</b>   | 4.176.487    | 254.118     | 149.190         | 480.329        | 0                    | 5.060.124    |
| <b>31/12/2010</b>   | 3.265.945    | 201.197     | 146.306         | 375.834        | 0                    | 3.989.282    |
|   |              |             |                 |                |                      |              |
| <b>INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS UF 2010-2014 JUN30 POR PAÍSES</b>          |              |             |                 |                |                      |              |
|   | <b>CHILE</b> | <b>PERÚ</b> | <b>COLOMBIA</b> | <b>URUGUAY</b> | <b>ELIMINACIONES</b> | <b>TOTAL</b> |
| <b>30/06/2014</b>   | 4.013.439    | 400.527     | 118.595         | 374.109        | -29.569              | 4.877.100    |
| <b>31/12/2013</b>   | 7.057.392    | 513.384     | 239.790         | 676.551        | -180.187             | 8.306.929    |
| <b>31/12/2012</b>   | 6.362.214    | 424.129     | 274.519         | 629.279        | -213.686             | 7.476.455    |
| <b>31/12/2011</b>   | 5.469.402    | 351.099     | 181.793         | 521.233        | -138.349             | 6.385.178    |
| <b>31/12/2010</b>   | 4.785.596    | 270.475     | 192.102         | 425.387        | -197.501             | 5.476.058    |

Tabla 16: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ingresos actividades ordinarias distribución por países

De acuerdo a los datos señalados, al 30 de junio del 2014, la composición de ingresos de actividades ordinarias por países está compuesta de la siguiente manera:



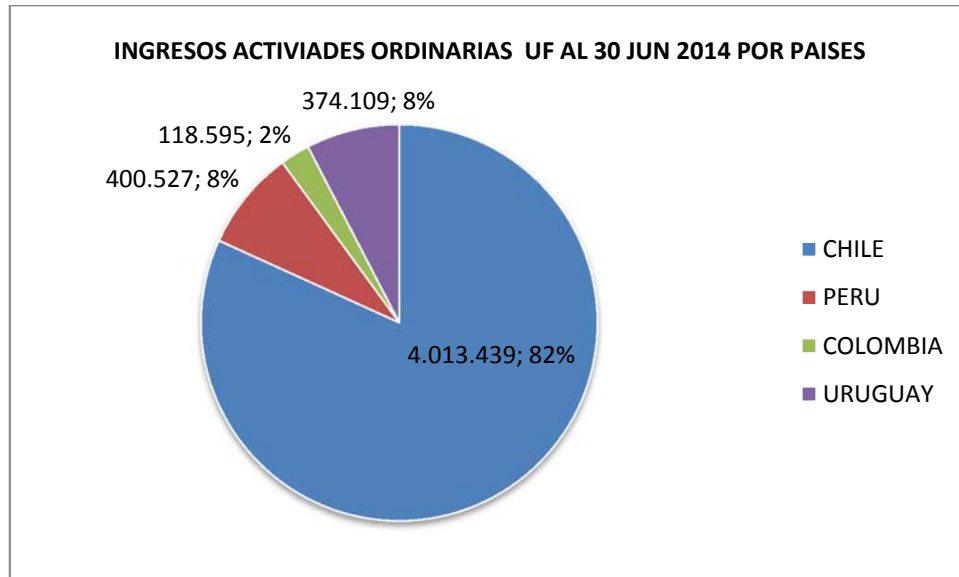


Tabla 17: Elaboración fuente propia: Forus S.A Composición en porcentaje de ingresos de actividades ordinarias por países

Del total de actividades de Forus S.A, las operaciones provenientes de Chile, representan un 82% del resultado de las actividades, el otro 18% esta explicado por operaciones de Perú, Colombia, Uruguay.

#### **b) PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA PARA 2014E-2018E**

En base a una publicación de economía y negocios del diario El Mercurio del 22 de noviembre del 2014, se procede a utilizar la información referida a comportamiento para la industria del Retail al 2018. Cabe señalar que dicha información según señala el texto corresponde a las estimaciones realizadas por Euromonitor Internacional.

| PROYECCIÓN SECTOR RETAIL 2014-2018 |       |       |       |       |       |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ESTIMACIÓN EUROMONITOR             | 2018E | 2017E | 2016E | 2015E | 2014E |
| Chile                              | 5,40% | 5,40% | 5,40% | 5,40% | 5,40% |
| Colombia                           | 6,70% | 6,70% | 6,70% | 6,70% | 6,70% |
| Perú                               | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% |
| PROMEDIO                           | 6,37% | 6,37% | 6,37% | 6,37% | 6,37% |

Tabla 18: Elaboración fuente propia: Forus S.A en base a la publicación economía y negocios de emol en base a los datos de Euromonitor Internacional. <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=128909>

### 6.3 ANÁLISIS DE COSTOS OPERACIONALES

#### a) DESCRIPCIÓN DE LOS COSTOS DE OPERACIÓN

Tras la revisión de los Estados de Resultados Integrales Consolidados la estructura de costos se compone de bajo las siguientes cuentas:

- **Gastos de administración**

La partida operacional de gastos de administración está compuesta por partidas recurrentes, las que considera Arriendos y gastos comunes, Depreciaciones, amortizaciones deterioros, Asesorías y servicios profesionales, Servicios básicos, Gastos computacionales, Materiales e insumos, Comisión por venta con tarjetas, Publicidad, Royalty, Otros.

- **Costos de venta**

Cuenta operacional que incluyen el costo de adquisición de los productos los costos de adquisición netos, los gastos e impuestos de internación no recuperables. Basado en la nota de inventarios solo considera productos terminados.

- **Costos de distribución**

Cuenta operacional que corresponde a los costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Adicionalmente incluye seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución.

**b) DETALLE DE LOS COSTOS DE OPERACIÓN**

A continuación se describe los costos de operación en UF, obtenidas de los EERR:

- **Tabla costos de venta**

| COSTO DE VENTA UF |  |            |            |            |            |            |
|-------------------|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| nota EERR         |  | 30/06/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
| Nota 15           | Costo de ventas // compras inventario mercadería | -2.096.802 | -3.493.268 | -3.215.970 | -2.586.077 | -2.479.016 |

Tabla 19: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costo de venta histórico en UF

- **Tabla costos de distribución**

| COSTOS DE DISTRIBUCIÓN UF |                        |            |            |            |            |            |
|---------------------------|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| nota EERR                 | Descripción / año      | 30/06/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
|                           | Costos de distribución | -49.530    | -68.967    | -68.260    | -56.160    | -54.678    |

Tabla 20: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costo de distribución histórico en UF

- **Tabla gastos de administración**

| <b>GASTOS DE ADMINISTRACIÓN UF</b> |   |                   |                   |                   |                   |                   |
|------------------------------------|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Descripción / año                  |   | <b>30/06/2014</b> | <b>31/12/2013</b> | <b>31/12/2012</b> | <b>31/12/2011</b> | <b>31/12/2010</b> |
| nota EERR                          | Remuneraciones                                | 607.948           | 1.071.353         | 910.472           | 790.666           | 741.056           |
| Nota 23                            | Arriendos y gastos comunes                    | 381.785           | 623.962           | 528.648           | 455.715           | 402.392           |
|                                    | (1) Depreciaciones, amortizaciones deterioros | 130.546           | 228.302           | 191.066           | 206.112           | 150.064           |
|                                    | Asesorías y servicios profesionales           | 29.961            | 68.166            | 58.455            | 48.476            | 45.612            |
|                                    | Servicios básicos                             | 27.100            | 47.662            | 44.308            | 52.934            | 50.727            |
|                                    | Gastos computacionales                        | 27.065            | 49.917            | 44.614            | 39.782            | 31.939            |
|                                    | Materiales e insumos                          | 29.629            | 58.283            | 53.004            | 43.829            | 53.955            |
|                                    | Comisión por venta con tarjetas               | 55.025            | 96.149            | 86.050            | 70.252            | 61.056            |
|                                    | Publicidad                                    | 141.886           | 279.569           | 241.863           | 225.300           | 213.431           |
|                                    | Royalty                                       | 122.295           | 199.847           | 191.900           | 144.049           | 185.547           |
|                                    | Otros   | 106.942           | 181.539           | 172.433           | 178.460           | 150.036           |
|                                    | <b>Total</b>                                  | <b>-1.660.182</b> | <b>-2.904.751</b> | <b>-2.522.813</b> | <b>-2.255.576</b> | <b>-2.085.815</b> |
|                                    | <b>(1) Depreciación</b>                       | 116.456           | 211.819           | 172.556           | 206.112           | 150.064           |
|                                    | <b>(1) Amortización</b>                       | 14.090            | 16.395            | 14.207            | 0                 | 0                 |
|                                    | <b>(1) Deterioro</b>                          | 0                 | 88                | 4.302             | 0                 | 0                 |

Tabla 21: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costos de administración históricos en UF

| <b>DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO UF</b> |                         |                   |                   |                   |                   |                   |
|--|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| nota EERR  | Descripción / año       | <b>30/06/2014</b> | <b>31/12/2013</b> | <b>31/12/2012</b> | <b>31/12/2011</b> | <b>31/12/2010</b> |
| nota 23  | <b>(1) Depreciación</b> | 116.456           | 211.819           | 172.556           | 206.112           | 150.064           |
|  | <b>(1) Amortización</b> | 14.090            | 16.395            | 14.207            | 0                 | 0                 |
|  | <b>(1) Deterioro</b>    | 0                 | 88                | 4.302             | 0                 | 0                 |
| <b>Total</b>                                     |                         | <b>130.546</b>    | <b>228.302</b>    | <b>191.066</b>    | <b>206.112</b>    | <b>150.064</b>    |

Tabla 22: Elaboración fuente propia: Forus S.A Depreciación, amortización y deterioro histórico en UF

Del cuadro anterior, los gastos incurridos por depreciación, amortización y deterioro, son clasificados dentro de los gastos de administración, de acuerdo a ello, a continuación se desglosa en la siguiente tabla:

| <b>GASTOS DE ADMINISTRACIÓN SIN DEPRECIACIÓN UF</b> |  |            |            |            |            |            |
|---|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| nota EERR   | Descripción / año                        | 30/06/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
| nota 23   | <b>Gastos de administración y ventas</b> | -1.529.636 | -2.676.449 | -2.331.747 | -2.049.464 | -1.935.751 |

Tabla 23: Elaboración fuente propia: Forus S.A Gastos de administración descontada la depreciación en UF

### c) ANÁLISIS DE COSTOS NO OPERACIONALES

A continuación se estructuran los datos históricos de los costos no operacionales según su clasificación de recurrencia.

| <b>COSTOS NO OPERACIONALES UF</b> |  |            |            |            |            |            |                                      |
|-----------------------------------|--|------------|------------|------------|------------|------------|--------------------------------------|
| Nota EERR                         |  | 30/06/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | Recurrente                           |
|                                   | Otros ingresos, por función  | 6.025      | 87.942     | 28.902     | 67.829     | 63.147     | No es posible determinar recurrencia |
|                                   | Otros gastos, por función  | -5.093     | -15.716    | -10.748    | -4.784     | -21.236    | No es posible determinar recurrencia |
|                                   | Otras ganancias (pérdidas)   | 5.173      | -26.051    | -9.248     | -17.053    | 6.489      | No es posible determinar recurrencia |
| Nota 6                            | Ingresos financieros   | 19.117     | 79.547     | 68.173     | 36.470     | 47.200     | Recurrente                           |
|                                   | Costos financieros   | -12.134    | -20.670    | -17.986    | -19.863    | -29.748    | Recurrente                           |
| Nota 8                            | Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | 6.837      | 16.767     | 7.527      | 3.944      | 13.197     | No es posible determinar recurrencia |
| Nota 24                           | Diferencias de cambio  | 56.524     | 28.103     | -44.299    | 26.093     | -27.528    | Recurrente                           |
| Nota 25                           | Resultados por unidades de reajuste  | -2.151     | -1.411     | -1.551     | -4.498     | -303       | Recurrente                           |

Tabla 24: Elaboración fuente propia: Forus S.A Costos no operacionales en UF

## 6.4 CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS CORRIENTES Y NO CORRIENTES

En el siguiente apartado se clasifican los activos de Forus S.A según el comportamiento que tienen en el flujo de carácter operacional o no operacional.

| <b>Clasificación Activos Forus S.A</b> |   |                      |
|--|---|----------------------|
| <b>Nota EEFF</b>                       | <b>Activos corrientes</b>   | <b>Clasificación</b> |
| Nota 5                                 | Efectivo y Equivalentes al Efectivo                                 | No operacional       |
| Nota 6                                 | Otros Activos Financieros   | No operacional       |
| Nota 28                                | Otros Activos No financieros  | No operacional       |
| Nota 7                                 | Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar                     | Operacional          |
| Nota 14                                | Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas                         | No operacional       |
| Nota 15                                | Inventarios   | Operacional          |
| Nota 12                                | Activos por Impuestos Corrientes                                    | Operacional          |
|  | <b>Activos no corrientes</b>  |                      |
|  | Otros Activos Financieros no corrientes                             | No operacional       |
| Nota 28                                | Otros Activos No Financieros no corrientes                          | No operacional       |
|  | Derechos por Cobrar no corrientes                                   | No operacional       |
| Nota 8                                 | Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación | No operacional       |
| Nota 9                                 | Activos Intangibles distintos de la Plusvalía                       | No operacional       |
| Nota 10                                | Plusvalía   | No operacional       |
| Nota 11                                | Propiedades, Plantas y Equipos                                      | No operacional       |
| Nota 12                                | Activos por Impuestos Diferidos                                     | No operacional       |

Tabla 25: Elaboración fuente propia: Forus S.A Clasificación de activos

## **CAPITULO VII: PROYECCIÓN DE LOS EERR 2014E-2018E**

### **7.1 PROYECCIÓN INGRESOS DE OPERACIÓN**

En base a los antecedentes se proyectan los ingresos de operación para los años 2014-2018. Los valores se presentan en UF. Cabe señalar que los ingresos provenientes por retail y wholsale, se clasifican dentro de retail propiamente, la nomenclatura corresponde a una diferenciación entre canales de ventas propios y de terceros.

#### **A) SUPUESTOS INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS.**

- La proyección de los ingresos de actividades ordinarias para Chile, se realizó a partir de la tasa de crecimiento para el sector retail en Chile, según la estimación de Euromonitor.
- La proyección de los ingresos de actividades ordinarias para Colombia, se proyectó a partir de la tasa de crecimiento para el sector retail en Chile, según la estimación de Euromonitor.
- La proyección de los ingresos de actividades ordinarias para Perú, se proyectó a partir de la tasa de crecimiento para el sector retail en Chile, según la estimación de Euromonitor.
- La proyección de los ingresos de actividades ordinarias para Uruguay, se proyectaron a partir, de la tasa del promedio de crecimiento de la zona.
- Para la proyección de las eliminaciones, flujo constate que forma parte de los ingresos actividades ordinarias, se utilizó una media móvil de 3.

A continuación, se describen las tasas utilizadas:

| PROYECCIÓN SECTOR RETAIL 2014-2018 |       |       |       |       |       |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EUROMONITOR                        | 2018E | 2017E | 2016E | 2015E | 2014E |
| Chile                              | 5,40% | 5,40% | 5,40% | 5,40% | 5,40% |
| Colombia                           | 6,70% | 6,70% | 6,70% | 6,70% | 6,70% |
| Perú                               | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% |
| PROMEDIO                           | 6,37% | 6,37% | 6,37% | 6,37% | 6,37% |

Tabla 26: FUENTE: Elaboración propia a partir de publicación de Emol del sábado 22 noviembre 2014, “estudio Euromonitor Retail”, <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=128909>

Dada las tasas anteriores, y considerando a su vez los supuestos correspondientes los ingresos de actividades ordinarias, se comportan de la siguiente manera:

| INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS UF 2010-2018 POR PAÍSES |                   |                   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
|---|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Estado de Resultados                                    | 2018E             | 2017E             | 2016E            | 2015E            | 2014E            | 2013             | 2012             | 2011             | 2010             |
| Chile   | 9.180.097         | 8.709.770         | 8.263.539        | 7.840.169        | 7.438.491        | 7.057.392        | 6.362.214        | 5.469.402        | 4.785.596        |
| Colombia  | 331.629           | 310.805           | 291.289          | 272.998          | 255.856          | 239.790          | 274.519          | 181.793          | 192.102          |
| Perú  | 720.047           | 672.941           | 628.917          | 587.773          | 549.320          | 513.384          | 424.129          | 351.099          | 270.475          |
| Uruguay   | 921.145           | 866.009           | 814.173          | 765.440          | 719.624          | 676.551          | 629.279          | 521.233          | 425.387          |
| Eliminaciones   | -185.534          | -183.502          | -182.674         | -190.427         | -177.407         | -180.187         | -213.686         | -138.349         | -197.501         |
| <b>TOTAL</b>  | <b>10.967.384</b> | <b>10.376.023</b> | <b>9.815.244</b> | <b>9.275.954</b> | <b>8.785.884</b> | <b>8.306.929</b> | <b>7.476.455</b> | <b>6.385.178</b> | <b>5.631.959</b> |
| Variación crecimiento                                   | 6%                | 6%                | 6%               | 5%               | 6%               | 11%              | 16%              | 13%              | 0                |

Tabla 27: Elaboración fuente propia: Forus S.A proyección ingresos actividades ordinarias por países

## 7.2 PROYECCIÓN CUENTAS OPERACIONALES

En base a los antecedentes se proyectan los costos de operación para los años 2014-2018. Los valores se presentan en UF y se clasifican bajo las siguientes cuentas:

- Costos de venta
- Costos de distribución
- Gastos de administración
- Depreciación



### A) SUPUESTOS COSTOS DE VENTA

- Para determinar la partida de costos de venta, se utilizó el peso relativo de estos sobre los ingresos ordinarios. El costo de venta representa un 42% en promedio entre 2010-2014 30 Junio. A partir de la composición histórica, se determina el crecimiento futuro a partir de la proyección de ingresos de operación.

| PROYECCIÓN COSTO DE VENTAS 2014E-2018E UF |           |           |           |           |           |            |           |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| VALOR UF                                  | 24023,61  |           |           |           |           |            | 23.309,56 |
| ANÁLISIS DE COSTO DE OPERACIÓN            | 2018E     | 2017E     | 2016E     | 2015E     | 2014E     | 30/06/2014 | 2013      |
| COSTO DE VENTA                            | 4.655.481 | 4.404.458 | 4.166.416 | 3.937.496 | 3.729.469 | -2.096.802 | 3.493.268 |
| COSTO VENTAS/INGRESOS ORDINARIOS          | 42%       |           |           |           |           |            |           |

Tabla 28: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección costo de ventas UF

### B) SUPUESTOS COSTOS DE DISTRIBUCIÓN

- Para determinar la partida, se utilizó el peso relativo de los costos de distribución sobre los ingresos ordinarios. Siendo este de un 0.0.911% en promedio entre 2010-2014 30 Junio. Dado el valor señalado se utiliza para determinar el crecimiento futuro a partir de los movimientos de ingresos de operación.

| COSTOS DE DISTRIBUCIÓN 2014E-2018E UF    |          |         |         |         |         |            |           |
|--|----------|---------|---------|---------|---------|------------|-----------|
| VALOR UF                                 | 24023,61 |         |         |         |         |            | 23.309,56 |
| COSTOS DE DISTRIBUCIÓN                   | 2018E    | 2017E   | 2016E   | 2015E   | 2014E   | 30/06/2014 | 2013      |
| COSTO DISTRIBUCIÓN                       | -99.880  | -94.494 | -89.387 | -84.476 | -80.013 | -49.530    | -68.967   |
| COSTO DISTRIBUCIÓN / INGRESOS ORDINARIOS | 0,911%   |         |         |         |         |            |           |

Tabla 29: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección costos de distribución UF

### C) SUPUESTOS GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

Se separó la partida de depreciación, amortización y deterioro, por tanto, solo se aplicó el 32,02% a los gastos de administración puros en función de los ingresos ordinarios.

- Para determinar la partida, se utilizó el peso relativo de los gastos de sobre los ingresos ordinarios. Siendo este de un 32.02% en promedio entre 2010-2014 30 Junio. Dado el valor señalado se utiliza para determinar el crecimiento futuro a partir de los movimientos de ingresos de operación.
- Los gastos de depreciación, amortización y deterioro se reconocen como gastos de administración.

| GASTOS DE ADMINISTRACIÓN 2014E-2018E UF       |            |            |            |            |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| VALOR UF                                      | 24023,61   |            |            |            |            |            | 23.309,56  |
| ANÁLISIS DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN          | 2018E      | 2017E      | 2016E      | 2015E      | 2014E      | 30/06/2014 | 2013       |
| GASTOS DE ADMINISTRACIÓN                      | -3.531.784 | -3.341.350 | -3.160.765 | -2.987.099 | -2.829.284 | -1.529.636 | -2.676.449 |
| GASTOS DE ADMINISTRACIÓN /INGRESOS ORDINARIOS | 32,20%     |            |            |            |            |            |            |

Tabla 30: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección gastos de administración en UF

#### D) SUPUESTOS DEPRECIACIÓN

La partida de depreciación, dentro de los EERR de la empresa, constituye un gasto de administración, por ello, en la proyección final se incorporara al gasto de administración mediante un subtotal.

- **Depreciación, amortización y deterioro.** Se duplica el valor observado al 30 de junio del 2014, para estimar el 2014E, dicho valor se mantiene constante a partir de ahí, de acuerdo a las orientaciones del programa.

A continuación se construye la tabla de depreciación y su proyección al 2018E para Forus S.A:

| DEPRECIACIÓN AMORTIZACIÓN Y DETERIORO 2014E-2018E UF |          |          |          |          |          |            |           |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|------------|-----------|
| VALOR UF   | 24023,61 |          |          |          |          |            | 23.309,56 |
| ANÁLISIS DE DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO   | 2018E    | 2017E    | 2016E    | 2015E    | 2014E    | 30/06/2014 | 2013      |
| (1) Depreciación                                     | -232.912 | -232.912 | -232.912 | -232.912 | -232.912 | -116.456   | -211.819  |
| (1) Amortización                                     | -28.180  | -28.180  | -28.180  | -28.180  | -28.180  | -14.090    | -16.395   |
| (1) Deterioro  | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0          | -88       |
| Total  | -261.092 | -261.092 | -261.092 | -261.092 | -261.092 | -130.546   | -228.302  |

Tabla 31: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección depreciación, amortización y deterioro en UF

### 7.3 PROYECCIÓN CUENTAS NO OPERACIONALES

A continuación se describen los supuestos utilizados para construir el cuadro del resultado no operacional:

#### A) SUPUESTOS RESULTADO NO OPERACIONAL

- **Otros ingresos por función**, resultado no operacional, sin mayor información en la memoria de la empresa. De acuerdo a su comportamiento histórico, es explicado por un 0.78% de los ingresos ordinarios.
- **Otros gastos por función**, resultado no operacional, sin mayor información en la memoria de la empresa. Se utilizó un criterio conservador, para ello se duplico el primer semestre del 2014, a fin de anualizar el dato, y se mantuvo constante para el 2018E.
- **Otras ganancias perdidas**, resultado no operacional, sin mayor información en la memoria de la empresa. Se utilizó un criterio conservador, para ello se duplico el primer semestre del 2014, a fin de anualizar el dato, y se mantuvo constante para el 2018E.
- **Ingresos financieros**, resultado no operacional, sin mayor información en la memoria de la empresa. Se utilizó un criterio conservador, para ello se duplico el primer semestre del 2014, a fin de anualizar el dato, y se mantuvo constante para el 2018E.
- **Costos financieros**, resultado no operacional, sin mayor información en la memoria de la empresa. De acuerdo a su comportamiento histórico, es explicado por un 0.72% de los costos de ventas. Principalmente contiene información relativa a la compra de existencias, las cuales, se encuentran categorizadas en los costos de venta.
- **Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación**, resultado no operacional, sin mayor información en la memoria de la empresa. Se utilizó un criterio conservador, para ello se duplico el primer semestre del 2014, a fin de anualizar el dato, y se mantuvo constante para el 2018E.
- **Diferencias de cambio**, resultado no operacional, categorizado como recurrente. Se duplico el primer semestre del 2014, para obtener el 31/12/2014, y en base a la distorsión que existen en los datos, se utilizó un media móvil 3 para los años posteriores, a fin de castigar el dato el alza representada durante el 2014. Manteniendo un criterio conservador.
- **Resultados por unidades de reajuste**, resultado no operacional, categorizado como recurrente. Se duplico el primer semestre del 2014, para obtener el 31/12/2014. Se utilizó un media móvil 3 para los años posteriores, a fin de castigar el dato el alza representada durante el 2014. Manteniendo un criterio conservador.

De lo anterior se detalla la tabla obtenida para el resultado no operacional expresado en UF, en base a los datos históricos y los supuestos mencionados:

| ESTIMACIÓN CUENTAS NO OPERACIONALES 2014E-2018E  |          |         |         |         |         |            |           |
|--|----------|---------|---------|---------|---------|------------|-----------|
| UF   | 24023,61 |         |         |         |         |            | 23.309,56 |
| PARTIDA  | 2018E    | 2017E   | 2016E   | 2015E   | 2014E   | 30/06/2014 | 2013      |
| Otros ingresos, por función  | 85.197   | 80.603  | 76.246  | 72.057  | 68.250  | 6.025      | 87.942    |
| Otros gastos, por función  | -10.186  | -10.186 | -10.186 | -10.186 | -10.186 | -5.093     | -15.716   |
| Otras ganancias (pérdidas)   | 10.346   | 10.346  | 10.346  | 10.346  | 10.346  | 5.173      | -26.051   |
| Ingresos financieros   | 38.235   | 38.235  | 38.235  | 38.235  | 38.235  | 19.117     | 79.547    |
| Costos financieros   | -33.697  | -31.880 | -30.157 | -28.500 | -26.995 | -12.134    | -20.670   |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | 13.674   | 13.674  | 13.674  | 13.674  | 13.674  | 6.837      | 16.767    |
| Diferencias de cambio  | 2.471    | 2.678   | 9.034   | -4.299  | 3.299   | 56.524     | 28.103    |
| Resultados por unidades de reajuste  | -1.930   | -2.069  | -1.905  | -1.816  | -2.487  | -2.151     | -1.411    |

Tabla 32: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación cuentas no operacionales en UF

#### 7.4 PROYECCIÓN EERR 2014E-2018E

Considerando la información en el presente capítulo, se proyecta el EERR para la empresa en el periodo 2014E al 2018E. Dicha proyección es realizada al valor de la UF del 30 de junio del 2014. Esta a su vez considera el ajuste tributario al 2014E, respecto al valor observado al 30 de junio, y su tasa de impuestos a las utilidades es de un 20% para el periodo proyectado.

| <b>EERR AJUSTADO FORUS S.A 2014-2018E</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| UF   | 24023,61          |                   |                   |                   |                   |                   | 23.309,56         | 22.840,75         | 22.294,03         | 21.455,55         |
| PARTIDA  | 2018E             | 2017E             | 2016E             | 2015E             | 2014E             | 30/06/2014        | 2013              | 2012              | 2011              | 2010              |
| <b>Ingresos de actividades ordinarias</b>  | 10.967.384        | 10.376.023        | 9.815.244         | 9.275.954         | 8.785.884         | 4.877.100         | 8.306.929         | 7.476.455         | 6.385.178         | 5.631.959         |
| Costo de ventas  | -4.655.481        | -4.404.458        | -4.166.416        | -3.937.496        | -3.729.469        | -2.096.802        | -3.493.268        | -3.215.970        | -2.586.077        | -2.479.016        |
| <b>Ganancia bruta</b>  | <b>6.311.903</b>  | <b>5.971.565</b>  | <b>5.648.828</b>  | <b>5.338.458</b>  | <b>5.056.415</b>  | <b>2.780.298</b>  | <b>4.813.660</b>  | <b>4.260.485</b>  | <b>3.799.101</b>  | <b>3.152.943</b>  |
| Otros ingresos, por función  | 85.197            | 80.603            | 76.246            | 72.057            | 68.250            | 6.025             | 87.942            | 28.902            | 67.829            | 63.147            |
| Costos de distribución   | -99.880           | -94.494           | -89.387           | -84.476           | -80.013           | -49.530           | -68.967           | -68.260           | -56.160           | -54.678           |
| Gasto de administración  | -3.531.784        | -3.341.350        | -3.160.765        | -2.987.099        | -2.829.284        | -1.529.636        | -2.676.449        | -2.331.747        | -2.049.464        | -1.935.751        |
| Depreciación, amortización y deterioro   | -261.092          | -261.092          | -261.092          | -261.092          | -261.092          | -130.546          | -228.302          | -191.066          | -206.112          | -150.064          |
| <b>Total gastos de administración</b>  | <b>-3.792.876</b> | <b>-3.602.442</b> | <b>-3.421.856</b> | <b>-3.248.191</b> | <b>-3.090.376</b> | <b>-1.660.182</b> | <b>-2.904.751</b> | <b>-2.522.813</b> | <b>-2.255.576</b> | <b>-2.085.815</b> |
| Otros gastos, por función  | -10.186           | -10.186           | -10.186           | -10.186           | -10.186           | -5.093            | -15.716           | -10.748           | -4.784            | -21.236           |
| Otras ganancias (pérdidas)   | 10.346            | 10.346            | 10.346            | 10.346            | 10.346            | 5.173             | -26.051           | -9.248            | -17.053           | 6.489             |
| Ingresos financieros   | 38.235            | 38.235            | 38.235            | 38.235            | 38.235            | 19.117            | 79.547            | 68.173            | 36.470            | 47.200            |
| Costos financieros   | -33.697           | -31.880           | -30.157           | -28.500           | -26.995           | -12.134           | -20.670           | -17.986           | -19.863           | -29.748           |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | 13.674            | 13.674            | 13.674            | 13.674            | 13.674            | 6.837             | 16.767            | 7.527             | 3.944             | 13.197            |
| Diferencias de cambio  | <b>2.471</b>      | <b>2.678</b>      | <b>9.034</b>      | <b>-4.299</b>     | <b>3.299</b>      | <b>56.524</b>     | <b>28.103</b>     | <b>-44.299</b>    | <b>26.093</b>     | <b>-27.528</b>    |
| Resultados por unidades de reajuste  | -1.930            | -2.069            | -1.905            | -1.816            | -2.487            | -2.151            | -1.411            | -1.551            | -4.498            | -303              |
| Ganancia (pérdida), antes de impuesto  | <b>2.523.257</b>  | <b>2.376.029</b>  | <b>2.242.872</b>  | <b>2.095.302</b>  | <b>1.980.164</b>  | <b>1.144.885</b>  | <b>1.988.454</b>  | <b>1.690.183</b>  | <b>1.575.503</b>  | <b>1.063.668</b>  |
| Gasto por impuestos a las ganancias  | -504.651          | -475.206          | -448.574          | -419.060          | -396.033          | -230.616          | -363.044          | -316.951          | -300.522          | -159.778          |
| Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas   | <b>2.018.606</b>  | <b>1.900.824</b>  | <b>1.794.298</b>  | <b>1.676.241</b>  | <b>1.584.131</b>  | <b>914.269</b>    | <b>1.625.411</b>  | <b>1.373.231</b>  | <b>1.274.981</b>  | <b>903.890</b>    |

Tabla 33: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección EERR en UF

## CAPITULO VIII: PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE

### 8.1 AJUSTE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

Los ajustes por depreciación y amortización para el ejercicio anterior han sido determinado bajo los siguientes supuestos:

- Se duplico el valor contenido en las partidas de depreciación y amortización para el 30 de Junio del 2014, con ello, se construye la partida para el 2014E.
- Se mantiene constante la depreciación y amortización para los periodos comprendidos entre el 2014E y el 2018E.
- Dicha estimación se encuentra contenida en las cuentas operacionales.

De lo anterior, la partida señalada se lista a continuación:

| DEPRECIACIÓN AMORTIZACIÓN Y DETERIORO 2014E-2018E UF  |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| VALOR UF  | 24023,61        |                 |                 |                 |                 |                 | 23.309,56       |
| ANÁLISIS DE DEPRECIACIÓN,<br>AMORTIZACIÓN Y DETERIORO | 2018E           | 2017E           | 2016E           | 2015E           | 2014E           | 30/06/2014      | 2013            |
| (1) Depreciación                                      | -232.912        | -232.912        | -232.912        | -232.912        | -232.912        | -116.456        | -211.819        |
| (1) Amortización                                      | -28.180         | -28.180         | -28.180         | -28.180         | -28.180         | -14.090         | -16.395         |
| (1) Deterioro   | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | -88             |
| <b>Total</b>  | <b>-261.092</b> | <b>-261.092</b> | <b>-261.092</b> | <b>-261.092</b> | <b>-261.092</b> | <b>-130.546</b> | <b>-228.302</b> |

Tabla 34: Elaboración fuente propia: Forus S.A Ajuste depreciación, amortización y deterioro en UF

## 8.2 INVERSIÓN DE REPOSICIÓN

Para estimar la inversión de reposición, se toma como base el supuesto de que el 100% de los gastos conformados por depreciación, amortización y deterioro, constantes desde junio 30 del 2014, componen la inversión de reposición.

De lo anterior, se conforma el siguiente cuadro:

| INVERSIÓN DE REPOSICIÓN UF 2018E-2014E |          |          |          |          |          |            |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|------------|
| PARTIDA                                | 2018E    | 2017E    | 2016E    | 2015E    | 2014E    | 30/06/2014 |
| INVERSIÓN DE REPOSICIÓN                | -261.092 | -261.092 | -261.092 | -261.092 | -261.092 | -130.546   |

Tabla 35: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección inversión de reposición UF

## 8.3 NUEVAS INVERSIONES

Para estimar las inversiones nuevas, se obtuvo mediante una relación de ingresos provenientes de actividades ordinarias y de la inversión en propiedades, plantas y equipos. Entre el 2010 y el 30 DE Junio del 2014. La relación ingresos/inversión fue de un 17%. Dicha base se utilizó para estimar las nuevas inversiones en función de las ventas entre el 2014E y el 2018E.

La inversión nueva se determina a partir de la diferencia del año anterior de la proyección de propiedades, plantas y equipo

De lo anterior, se conforma el siguiente cuadro:

| PROYECCIÓN NUEVAS INVERSIONES 2014E-2018E                        |               |               |               |               |                |            |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|------------|
| PARTIDA  | 2018E         | 2017E         | 2016E         | 2015E         | 2014E          | 30/06/2014 |
| INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS                                  | 10.967.384    | 10.376.023    | 9.815.244     | 9.275.954     | 8.785.884      | 4.877.100  |
| Propiedades, Plantas y Equipos                                   | 1.853.481     | 1.753.542     | 1.658.770     | 1.567.631     | 1.484.809      | 1.248.233  |
| Propiedades, Plantas y Equipos / Ingresos actividades ordinarias | 17%           |               |               |               |                |            |
| <b>INVERSIÓN NUEVA</b>   | <b>99.940</b> | <b>94.771</b> | <b>91.140</b> | <b>82.822</b> | <b>237.046</b> | <b>470</b> |

Tabla 36: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección nuevas inversiones en UF

#### 8.4 INVERSIÓN CAPITAL DE TRABAJO

La inversión en capital de trabajo (CTON) consiste determinar las inversiones necesarias en de CTON histórico mediante la diferencia de Activo Corriente Neto y Pasivo Corriente Neto.

Se consideraron para calcular el CTON los siguientes supuestos:

- Otros Activos Financieros: Debido a que constituye una cuenta importante dentro de la operación de la empresa.
- Efectivo y Equivalentes al Efectivo: Se considera debido a que el sector industrial es retail.
- Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas: No se considera para el cálculo, debido a que no es de la naturaleza cliente-proveedor.
- Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas: No se considera para el cálculo, debido a que no es de la naturaleza cliente-proveedor.
- Ratio CTON (días ventas), se obtuvo a partir del  $(\text{CTON}/\text{VENTAS}\%) \times 360$  días.
- Promedio RCTON (días ventas) , se obtuvo a partir de los promedios 2010-2013

El capital de trabajo es determinado en función de su diferencia histórica correspondiente a las cuentas de activo corriente menos las cuentas de pasivo corriente. Finalmente esta diferencia queda en función de los ingresos de actividades ordinarias. Con ello se construye el siguiente cuadro:

|                                      |
|--------------------------------------|
| CTON HISTÓRICO 30 JUN 2014 - 2010 UF |
|--------------------------------------|



| PARTIDA   | 30/06/2014       | 2013             | 2012             | 2011             | 2010             |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Efectivo y Equivalentes al Efectivo                     | 444.599          | 359.656          | 647.386          | 917.442          | 351.296          |
| Otros Activos Financieros CORRIENTES                    | 1.157.626        | 1.445.230        | 1.126.899        | 825.777          | 1.306.841        |
| Otros Activos Financieros NO CORRIENTES                 | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar         | 1.284.516        | 938.702          | 835.384          | 729.794          | 710.637          |
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas             | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| Inventarios   | 2.266.553        | 2.079.575        | 1.723.075        | 1.603.110        | 1.213.400        |
| Activos por Impuestos Corrientes                        | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| <b>CUENTAS ACTIVO CORRIENTE</b>                         | <b>5.153.293</b> | <b>4.823.162</b> | <b>4.332.744</b> | <b>4.076.123</b> | <b>3.582.174</b> |
| Otros pasivos financieros corrientes                    | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar | 483.745          | 548.450          | 411.599          | 429.085          | 342.624          |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes  | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| Otras provisiones a corto plazo                         | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| Pasivos por Impuestos corrientes                        | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| Otros pasivos no financieros corrientes                 | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              | N/A              |
| <b>CUENTAS PASIVO CORRIENTE</b>                         | <b>483.745</b>   | <b>548.450</b>   | <b>411.599</b>   | <b>429.085</b>   | <b>342.624</b>   |
| <b>CTON ACTIVO CORRIENTE -PASIVO CORRIENTE</b>          | <b>4.669.548</b> | <b>4.274.713</b> | <b>3.921.144</b> | <b>3.647.038</b> | <b>3.239.550</b> |
| Ingresos de Actividades Ordinarias                      | 4.877.100        | 8.306.929        | 7.476.455        | 6.385.178        | 5.631.959        |
| (RCTON) = CTON/VENTAS.                                  | 96%              | 51%              | 52%              | 57%              | 58%              |
| RCTON (días de ventas)                                  | 345              | 185              | 189              | 206              | 207              |
| Promedio RTON (días ventas)                             | 197              |                  |                  |                  |                  |
| (RCTON)PROM 2013-2010                                   | 55%              |                  |                  |                  |                  |

Tabla 37: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación capital de trabajo en UF

Con lo anterior, se proyecta el CTON para 2014E al 2018E, mediante la siguiente información:

| <b>CAPITAL DE TRABAJO PROYECTADO 30 JUN 2014E - 2018E UF</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                   |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| <b>PARTIDA</b>   | <b>2018E</b>     | <b>2017E</b>     | <b>2016E</b>     | <b>2015E</b>     | <b>2014E</b>     | <b>30/06/2014</b> |
| Ingresos de Actividades Ordinarias                           | 10.967.384       | 10.376.023       | 9.815.244        | 9.275.954        | 8.785.884        | 4.877.100         |
| <b>CAPITAL DE TRABAJO ESTIMADO</b>                           | <b>5.992.148</b> | <b>5.669.051</b> | <b>5.362.664</b> | <b>5.068.017</b> | <b>4.800.262</b> | <b>4.669.548</b>  |
| <b>INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO +/-</b>                   | <b>323.097</b>   | <b>306.387</b>   | <b>294.647</b>   | <b>267.755</b>   | <b>130.713</b>   | <b>394.835</b>    |

Tabla 38: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección capital de trabajo en UF

## 8.5 EXCESO O DÉFICIT CAPITAL DE TRABAJO

Para obtener el déficit o exceso del capital de trabajo se utiliza la diferencia entre los datos al 30 de junio del 2014 y el estimado al cierre del 2014E.

Se obtiene la información de las actividades proyectadas al 2014E, dichas actividades llevadas a valor diario y multiplicada por el ratio promedio de días ventas (197) calculado en el punto anterior.

| <b>DÉFICIT O EXCESO CTON AL 30 DE JUNIO 2014.</b> |           |
|---|-----------|
| Déficit o exceso CTON                             | 2014*     |
| INGRESOS PROYECTADOS ACTIVIDADES ORDINARIAS       | 8.785.884 |
| Ingresos/360                                      | 24.405    |
| (ingresos/360) x Promedio RTON                    | 4.800.262 |
| CTON 2014JUN                                      | 4.669.548 |
| Déficit CTON                                      | 130.713   |

Tabla 39: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación déficit o exceso de capital de trabajo al 30 de Junio 2014.

Finalmente la diferencia entre el CTON 2014 junio 30 y el 2014E proyecta un exceso de 130.713 UF al cierre 2014.

## **8.6 ACTIVOS PRESCINDIBLES**

Los activos prescindibles de la empresa se definen como aquellos que no son necesarios para la operación, sin embargo poseen un valor de mercado, por tanto constituyen flujo de caja no operacional al valorizar la empresa.

Los activos prescindibles de la empresa son los siguientes:

|                              |
|------------------------------|
| <b>ACTIVOS PRESCINDIBLES</b> |
|------------------------------|

| PARTIDA   | 30/06/2014     | 2013           | 2012           | 2011           | 2010           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas                         | 19.487         | 13.077         | 0              | 0              | 0              |
| Activos por Impuestos Corrientes                                    | 35.542         | 63.127         | 79.594         | 12.557         | 30.906         |
| Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación | 143.376        | 133.452        | 79.540         | 50.102         | 59.456         |
| Activos por Impuestos Diferidos                                     | 77.605         | 67.657         | 57.713         | 96.271         | 70.189         |
| <b>TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLES</b>                                  | <b>276.010</b> | <b>277.313</b> | <b>216.847</b> | <b>158.930</b> | <b>160.551</b> |

Tabla 40: Elaboración fuente propia: Forus S.A datos históricos de activos prescindibles en UF

## 8.7 FLUJO DE CAJA LIBRE

Con los datos anteriores, se realiza la valoración económica dado los para la empresa de los años 2014E al 2018E, adicionalmente se incluye la proyección implícita para el año 2019E.

Considerando los antecedentes descritos, y los supuestos utilizados se construye el flujo de caja del 2014E al 2019E, siendo el último periodo implícito, este a su vez no se utilizó como base de cálculo para valorizar la empresa.

| <b>FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECCIÓN 2014 JUN-2019 <math>\infty</math></b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| PARTIDA   | 30/06/2014       | 2014E            | 2015E            | 2016E            | 2017E            | 2018E            | 2019- $\infty$   |
| <b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>  | <b>1.144.885</b> | <b>1.975.902</b> | <b>2.092.863</b> | <b>2.241.670</b> | <b>2.373.395</b> | <b>2.521.165</b> | <b>2.521.165</b> |
| <b>INVERSIÓN DE REPOSICIÓN</b>  | <b>-130.546</b>  | <b>-261.092</b>  | <b>-261.092</b>  | <b>-261.092</b>  | <b>-261.092</b>  | <b>-261.092</b>  | <b>-261.092</b>  |
| <b>INVERSIÓN NUEVO ACTIVO FIJO</b>                                      | <b>-470</b>      | <b>-237.046</b>  | <b>-82.822</b>   | <b>-91.140</b>   | <b>-94.771</b>   | <b>-99.940</b>   | <b>0</b>         |
| <b>INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO +/-</b>                              | <b>-394.835</b>  | <b>-130.713</b>  | <b>-267.755</b>  | <b>-294.647</b>  | <b>-306.387</b>  | <b>-323.097</b>  | <b>0</b>         |
| <b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>  | <b>619.033</b>   | <b>1.347.051</b> | <b>1.481.195</b> | <b>1.594.792</b> | <b>1.711.145</b> | <b>1.837.037</b> | <b>2.260.074</b> |

Tabla 41: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyección Flujo de Caja Libre en UF

## CAPITULO IX: VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y SU PRECIO DE ACCIÓN

A continuación se calcula la valorización económica de la empresa. Para ello, se utilizan los siguientes supuestos:

- La tasa de costo de capital  $K_0 = 6,6639\%$ .
- La proyección contempla valor terminal sin crecimiento.
- Se fijó el valor de la UF a junio 2014, con un valor de 24023,61 CPL.
- Se fijó la depreciación a 2014E al 2018E.

Dado el cuadro anterior, se procede a determinar el valor actual de la empresa, descontada a  $K_0=6.41\%$ . Adicional a ello, se calcula el valor terminal correspondiente a la perpetuidad sin crecimiento. Este valor residual corresponde al valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente al término del horizonte de proyección (T+1), descontado a tasa  $K_0$ .

| <b>FLUJO DE CAJA PROYECCIÓN 2014 JUN-2018</b> |                   |                  |                  |                  |                  |                   |
|---|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| <b>PARTIDA</b>                                | <b>30/06/2014</b> | <b>2014E</b>     | <b>2015E</b>     | <b>2016E</b>     | <b>2017E</b>     | <b>2018E</b>      |
| <b>PERIODO ESTIMADO</b>                       | <b>0,5</b>        | <b>1</b>         | <b>2</b>         | <b>3</b>         | <b>4</b>         | <b>5</b>          |
| <b>FREE CASH FLOW</b>                         | <b>619.033</b>    | <b>1.347.051</b> | <b>1.481.195</b> | <b>1.594.792</b> | <b>1.711.145</b> | <b>1.837.037</b>  |
| <b>PERPETUIDAD</b>                            |                   |                  |                  |                  |                  | <b>33.915.179</b> |
| <b>TOTAL</b>                                  | <b>619.033</b>    | <b>1.347.051</b> | <b>1.481.195</b> | <b>1.594.792</b> | <b>1.711.145</b> | <b>35.752.216</b> |
| <b>FLUJO DE CAJA DESCONTADO</b>               | <b>599.384</b>    | <b>1.262.893</b> | <b>1.301.899</b> | <b>1.314.170</b> | <b>1.321.956</b> | <b>25.894.985</b> |
| <b>COSTO CAPITAL (K0)</b>                     | <b>6,66%</b>      |                  |                  |                  |                  |                   |
| <b>VALOR ACTUAL ACTIVOS 30 JUN</b>            | <b>30.496.520</b> |                  |                  |                  |                  |                   |

Tabla 42: Elaboración fuente propia: Forus S.A Proyeccion Flujo de Caja valores en UF

Por último, se calculará el patrimonio económico de la empresa, el cual corresponde al valor de los activos más los activos prescindibles menos la deuda financiera, estos últimos dos componentes fueron calculados en las sección anterior.

| <b>Estimación del precio de la acción de Forus S.A al 30 de Junio del 2014, en base a sus fundamentos</b> |                    |
|---|--------------------|
| <b>Fecha</b>  | <b>30/06/2014</b>  |
| <b>UF Observada</b>   | <b>24.023,61</b>   |
| <b>VALOR ACTUAL ACTIVOS 2014 JUN 30</b>   | <b>30.496.520</b>  |
| <b>Exceso/déficit CTON</b>  | <b>-130.713</b>    |
| <b>Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas</b>  | <b>19.487</b>      |
| <b>Activos por Impuestos Corrientes</b>   | <b>35.542</b>      |
| <b>Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación</b>                                | <b>143.376</b>     |
| <b>Activos por Impuestos Diferidos</b>  | <b>77.605</b>      |
| <b>Total</b>  | <b>30.641.816</b>  |
| <b>Deuda financiera</b>   | <b>-275.625</b>    |
| <b>Patrimonio económico</b>   | <b>30.366.191</b>  |
| <b>nº acciones al 2014E</b>   | <b>258.469.000</b> |
| <b>P x Acción estimado</b>  | <b>2.822</b>       |

Tabla 43: Elaboración fuente propia: Forus S.A Estimación del precio de la acción al 30 de Junio 2014

| <b>Precio de cierre 30 de Junio 2014 FORUS S.A</b> |                    |
|--|--------------------|
| <b>Nº de acciones suscritas y pagadas</b>          | <b>258.469.000</b> |
| <b>Precio cierre</b>                               | <b>2.288</b>       |
| <b>Patrimonio económico UF</b>                     | <b>24.617.571</b>  |

Tabla 44: Elaboración fuente propia: Forus S.A Precio de la acción observado al 30 de Junio del 2014

## **CAPITULO X: CONCLUSIONES**

El precio de cierre observado al 30 de Junio del 2014 es de 2.288 pesos por acción. La diferencia entre el valor observado y el valor estimado es de \$534 pesos.

El valor de la estimación es de \$2.822 pesos al 30 de Junio del 2014.

Tras el análisis de los fundamentos de la evaluación en cuestión, y los criterios adoptados por el estimador, se considera que el precio de la acción está por debajo de sus fundamentos, es decir, se encuentra subvalorada.

Al revisar la proyección para el sector del retail y los indicadores macroeconómicos de la fecha se espera, que el precio de la acción observado se ajuste al alza en el mediano plazo.

## **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. (2011)

Memoria FORUS S.A. (2012)

Memoria FORUS S.A. (2013)

Memoria FORUS S.A. (Junio 2014)