

UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO, ECONOMÍA Y NEGOCIOS

**“VALORACION DE ACTIVOS INTANGIBLES PARA TIENDAS POR
DEPARTAMENTO”
“CASO FALABELLA”**

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN FINANZAS

**Profesor : Carlos Maquieira V.
Juan Pablo Miranda N.**

**Integrantes : Luis Alfredo Cárdenas Carrasco
Alex Rodrigo Duran Calderón**

Santiago, 2007

DEDICATORIA

Esperamos sinceramente que este trabajo sea un buen aporte para todo lector interesado en la valoración económica de las empresas, la cual será presentada y complementada más adelante, a través de la aplicación práctica de una metodología de valoración de activos intangibles para Tiendas por Departamento, ya que hemos intentado abordar en términos generales diferentes aspectos del tema, el cual si bien es cierto, es aún novedoso para la realidad nacional, no es menos cierto la gran importancia que ello representa, tanto desde el punto de vista académico, así como a nivel profesional, y ello en diferentes disciplinas, que en el caso nuestro nos permitió visualizar un nuevo campo de acción, del área financiera, del cual queda mucho aún por investigar, pero en la medida de la oportuna identificación de tales activos, su debida valoración, así como su correspondiente control y gestión de dichos recursos intangibles es posible generar un gran valor agregado a las compañías.

Nuestros agradecimientos especiales a nuestros profesores guías, señores Carlos Maquieira V. y a don Juan Pablo Miranda N., por su permanente apoyo y clara disposición hacia el logro de este objetivo, los cuales nos indicaron el camino en forma eficaz tanto desde el punto pedagógico, así como también destacables son sus valiosos aportes desde el punto de vista técnico, hechos relevantes para la culminación favorable de este trabajo, y por lo cual manifestamos nuestro gran reconocimiento.

Así mismo queremos dedicar este trabajo en forma personal a las siguientes personas.

A mi querida esposa Angélica y a mis lindas tres hijas, Angélica, Valeria y Josefa, las cuales de una u otra forma han sido un pilar fundamental y estímulo importante para seguir adelante en esta senda del conocimiento y permanente perfeccionamiento. Y mis agradecimientos especiales a todas las personas

quienes desplegaron esfuerzo desde sus particulares funciones, para que este trabajo se iniciara, desarrollara y llegara a su satisfactorio término.

Es importante dejar plasmado en este documento, mi agradecimiento especial a mi gran amigo y consejero don José García González, quién es y ha sido un aporte fundamental, para el desarrollo de este nuevo logro.

Luis Alfredo Cárdenas Carrasco

Contador Auditor

Quiero dedicar este importante logro a mi señora por el apoyo y la comprensión otorgada en el desarrollo de todo el proceso para alcanzar esta meta. A mi hijo, a quien tuve que dedicar mucho menos tiempo que el necesario para la realización de sus actividades escolares, familiares e infantiles.

A estas dos personas de gran importancia en mi vida, agradezco la fortaleza que me brindaron en los momentos difíciles, ya que ellos eran mi estímulo para salir adelante y concluir con el objetivo planteado hace un año.

No quiero dejar de agradecer también a mis padres, quienes siempre me han inducido hacia la senda del conocimiento, y a quienes debo los valores y principios que siempre me insertaron, sin los cuales no sería la persona que hoy soy.

Alex Duran Calderón

Ingeniero Comercial

ÍNDICE DE CONTENIDO

	PAGINA
OBJETIVO GENERAL	7
OBJETIVOS ESPECIFICOS	7
JUSTIFICACION DE LA TESIS	7
INTRODUCCIÓN	9
CAPÍTULO I: DESCRIPCION DEL MERCADO DE TIENDAS POR DEPARTAMENTO	11
1.1.- Mercado Internacional (E.E.U.U.)	11
1.2.- Mercado Nacional	13
1.3.- Fortalezas y Debilidades de las Tiendas por Departamento.	15
1.4.- Propiedad y principales negocios de las empresas nacionales	16
1.4.1.- Falabella	
1.4.2.- Almacenes Paris	
1.4.3.- Ripley	
1.4.4.- La Polar	
1.5.- Resumen de Análisis individual de la empresa en estudio Tienda por Departamento Falabella.	17
CAPÍTULO II: CONCEPTOS DE ACTIVOS INTANGIBLES	20
2.1.- Conceptos y características de los activos intangibles	20
2.2.- Norma Internacional Contable	24
2.2.1. Concepto e implicancia de la NIC 38	24
2.2.2. Reconocimiento y Valoración de Activos	25
2.2.3. Comparación con Plan General Contable	28
2.2.4. Categorías de Activos Intangibles.	29

CAPÍTULO III: VALORACION DE ACTIVOS INTANGIBLES	30
3.1.- Conceptos y características	30
3.2.- Algunos Métodos de Valoración de Activos Intangibles	34
3.2.1.- Método basado en Costos.	34
3.2.2.- Método basado en el Mercado	35
3.2.3.- Método basado en beneficios económicos pasados y futuros.	36
3.2.4.- Modelo Navigator de Skandia	37
3.2.5.- Modelo Intellectual Assets Monitor	38
3.2.6.- Modelo Balanced Scorecard (KAPLAN Y NORTON, 1996)	39
3.2.7.- Modelo Technology Broker.	40
3.2.8.- Modelo Intellect (Euroforum)	40
3.2.9.- Modelo de Capital Intelectual	41
3.2.10.- Modelo Basado en Competencia (enfoque financiero).	42
3.2.11.- Modelo Cálculo de Valor Intangible- CIV (enfoque financiero)	42
3.2.12.- Método de Valoración de Interbrand	43
3.2.13.- Método Brand Finance plc	45
3.2.14.- Método de Damodaram	47
3.2.15.- Método de Flujo de Efectivo Descontado	49
3.3.- Principales ventajas y desventajas de los métodos presentados	50
3.4.- Justificación del modelo a presentar	52
CAPÍTULO IV: APLICACIÓN A CASO EN ESTUDIO	53
4.1.- Flujo Caja proyectado descontado empresa Falabella	
Tiendas por Departamento	53
4.2.- Tasa de descuento Falabella Tienda por Departamento	59
Costo Capital	60
Costo Deuda	62
Obtención Wacc	63
4.3.- Valoración Empresa Falabella Tiendas por Departamento	63
4.4.- Activos, Identificación y Valoración	64

4.4.1 Valoración Activos Tangibles	65
Valoración Activos Circulantes	66
Valoración Activos Fijos	67
Valoración Otros Activos	68
4.4.2 Activos Intangibles	70
Valoración Activo Intangible 1	72
Valoración Activo intangible 2, 3 y 4	75
CONCLUSIONES	80
BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES DE CONSULTAS	85
ANEXOS	91

OBJETIVO GENERAL

En base al análisis conceptual y técnico de los activos intangibles, desarrollar y plantear una metodología práctica que permita identificar y valorar dichos activos, representados éstos en el valor económico de una empresa del rubro tiendas por departamento.

OBJETIVOS ESPECIFICOS.

- a) Identificar los activos intangibles para la empresa en estudio, que puedan ser medibles, controlables y que generen beneficios futuros, y se consideren como tales, según lo establecido en la Norma Internacional Contable (NIC 38).
- b) Exponer algunos métodos de valoración existentes y fundamentar la metodología en aplicar para la empresa en estudio
- c) Establecer la importancia que representa cada intangible en el valor económico de la empresa, identificando las ventajas competitivas y los factores de éxito de uno u otro.

JUSTIFICACION DE LA TESIS.

A pesar que existen numerosos estudios y teorías que pretenden identificar el valor de ciertos intangibles dentro del valor de la empresa, aunque llegar a una cuantificación de su valor en unidades monetarias resulta ciertamente complicado, y cuando se llega por uno u otro método, es difícil conseguir el consenso respecto a dicha valoración.

En todo caso, y a pesar de las críticas que se puedan hacer a todos los métodos propuestos y utilizados actualmente, dichos estudios son de gran importancia puesto que ayudan a los directivos y gestores a identificar las variables en que deben centrarse para maximizar el valor de sus intangibles, entender como estos

crean valor a las empresas y en la medida de la identificación de ellos, fortalecerlos a lo largo del tiempo, y poder medir esta creación de valor correctamente, de tal forma que la aplicación de la metodología propuesta sea incorporada para la empresa en estudio, la que corresponde a un área en creciente desarrollo, como lo son las tiendas por departamento.

INTRODUCCION

El presente trabajo tiene por objeto generar la aplicación de una metodología que permita valorar los activos intangibles de empresas del rubro de Tiendas por Departamento, e identificar a su vez que tipos de activos intangibles que generan valor a la empresa Falabella, lo cual se transforma en diferencias económica-contables.

Como se verá, los activos intangibles han tomado un rol de suma importancia dentro de las empresas, ya que son estos activos los que hoy en día generan la diferencia entre una empresa y otra, los cuales además deben ser identificados a fin de que sus ejecutivos puedan gestionar y aumentar su valor económico.

La primera parte del presente trabajo trata el marco teórico, comienza con la realización de una descripción del mercado de Tiendas por Departamento, muestra la realidad de empresas de Estados Unidos para finalmente comentar respecto a las tres principales empresas de Chile. En este punto se hace mención a la empresa en que se enfoca el estudio “S.A.C.I. Falabella”, donde se revisa su situación financiera.

Posteriormente, se tratará en profundidad el concepto de activo intangible, señalando la importancia de estos, los tipos de activos, su clasificación y la importancia que han cobrado ellos según las nuevas disposiciones que rigen para el mercado Chileno a contar del año comercial 2009. En terminos generales se refiere a tales activos según la normativa contable internacional, los criterios que deben cumplir dichos activos para ser considerados como intangibles, los métodos de valoración que se deben cumplir para ser tales, así como el comparativo de lo establecido en dicha norma con el plan general contable. Para finalizar el marco teórico, se revisa el concepto de valoración de activos intangibles, algunos métodos y modelos de valoración existentes en el mercado, los cuales exponen distintos puntos de vistas en el desarrollo de la valoración económica de

empresas. Es importante tener presente, que en nuestro país no existe hasta el momento, un modelo que se encuentre aceptado por todos los usuarios, como el método por el cual deben ser valorados los activos intangibles. Si bien es cierto, hay profesionales que desarrollan la valuación económica de empresas, cada quién lo hace a su manera y no existe un consenso de lo que realmente se necesita, por lo que se puede observar que las diferencias de valores de los activos intangibles obtenidas, agregan mucha incertidumbre acerca del proceso que debe ser utilizado.

Al pensar que este documento puede permitir tener un mayor orden en los pasos y la información mínima necesaria, se realiza esta propuesta de valoración económica de activos intangibles para tiendas por departamentos, mencionándose que este procedimiento propuesto es enunciativo mas no limitativo ya que se entiende que existe una gran variedad de empresas de producción o de servicios que hacen que en algunas empresas, se ponga énfasis en algunos aspectos, que para otra no son significativos.

También es importante mencionar que esta propuesta, va mas allá del análisis de los números fríos que comúnmente se realiza y profundiza en las raíces de generación de valor en las mismas, permitiendo conocer y entender la participación de los activos intangibles, que para la empresa en estudio se identificaron los siguientes: Clientes, localización, marca y medio de pago.

La segunda parte del trabajo, corresponde al desarrollo del modelo con el cual se valorarán los activos intangibles de Falabella. Este proceso consta de tres partes, las cuales corresponden a la valoración económica de la empresa; a la determinación del valor económico de los activos tangibles y; finalmente la identificación y valoración económica de los activos intangibles, según lo permitido por la normativa contable internacional.

De acuerdo al proceso anterior, se podrá determinar con exactitud la importancia y representatividad que explican y sustentan cada uno de los activos intangibles, en el valor económico de la empresa Falabella S.A.C.I., y la necesaria gestión gerencial que merece ser aplicada a éstos, para la mantención y debida optimización del valor económico de la compañía en estudio.

CAPITULO I.-

DESCRIPCIÓN DEL MERCADO DE TIENDAS POR DEPARTAMENTO

1.1.- Mercado Internacional (E.E.U.U.)

Debido a la gran cantidad de tiendas por departamento que hay en Estados Unidos, se tomará este país como base del mercado internacional.

En Estados Unidos el sector de Tiendas por Departamento ha mantenido una fuerte competencia, éste sea dado entre las empresas de este rubro y nuevas empresas que han incursionado en tiendas de especialidad y tiendas de descuento. Para enfrentar este desafío, durante los años 2004 y 2005 una serie de empresas se fusionaron, buscando sinergia a fin de revertir la caída en sus ventas. Entre las empresas del mercado norteamericano se pueden encontrar:

- Sears Holding: es la tercera empresa de retail más grande de Estados Unidos, cuenta con alrededor de 3.500 locales, sin embargo su desempeño operacional ha sido deficiente, disminuyendo desde un 9% en el año 2000 a un 4,59% en el año 2006; este último año logro recuperar eficiencia ya que el 2005 presentaba un margen de 2,2%.

- J.C. Penney: es una cadena que cuenta con 1.017 locales en Estados Unidos y Puerto Rico, además de 62 locales en Brasil bajo el nombre Renner. Esta empresa ha realizado un importante desarrollo en el negocio de venta por Internet y a través de catalogo. En el año 2001 la compañía presentaba márgenes operacionales de 0,2%, dado esto implementó un plan de centralización de

funciones de compras y abastecimiento, logrando mejorar el margen llegando a un 9,61% en el año 2006; el cual se encontraba por sobre el índice de la industria que alcanzaba un 7,45%.

- Federated Department Stores Inc.: cuenta con una cadena de 950 locales. En el año 2005 se adquirió la compañía Department Stores Company por un monto aprox. de US\$11.000 millones financiados por emisión de acciones y adquisición de deuda, logrando aumentar la cadena de 450 a 950 locales. Federated Department Store presenta márgenes operacionales muy similares a J.C. Penney, ya que para el año 2006 éste también fue superior a la industria, alcanzando un 9,14%.

- Kohl's Corporation: con sus 637 locales, esta empresa dirige sus ventas a familias de ingresos medios. Si bien la empresa presenta grandes fortalezas en términos de formato, solidez financiera y distribución geográfica, la fuerte competencia ha provocado que sus resultados se hayan debilitado. En el año 2006 presenta un ratio Deuda/Ebitda de 0,47, el cual es más bajo que la industria y, un ratio Ebitda/ Gtos Financieros de 33,94. El origen de estos indicadores se debe principalmente a que todo su crecimiento es financiado con flujos propios, lo que ha repercutido favorablemente en su margen operacional, ya que para el año 2006, éste alcanzó un 11,68%.

- Nordstrom Inc.: ésta es una empresa orientada al segmento de lujo, fue fundada en 1901 y actualmente cuenta con 150 locales. El riesgo de mercado de esta empresa, representado por un Beta 2,26, es bastante elevado en comparación a sus competidores, a pesar de presentar un ratio Deuda/Ebitda 0,43 y Ebitda/Gastos Financieros 25,79. Por otra parte Nordstrom es la empresa más rentable operativamente, alcanzando el 2006 un 13,42% de margen operacional.

- Saks Incorporated: está orientada al segmento tradicional y de lujo, posee 348 locales, además de participar en el negocio de venta por Internet y direct mail. La fuerte competencia y la tendencia deficiente en el desempeño operacional en el año 2006 (-0,26%) han mantenido a esta empresa con menores ingresos. De acuerdo al ratio Deuda/Ebitda de 3,97 se puede observar que esta compañía se encuentra muy endeudada en comparación con la competencia.

- Dillard’s Inc.: es la tercera cadena de tiendas por departamento de Estados Unidos, sus productos de línea Dama representan dos tercios de las ventas totales. A fines del 2004 la empresa vendió su negocio de tarjetas de crédito, con lo cual elevó su nivel de liquidez, sin embargo la debilidad en el desarrollo de marcas propias y campañas de marketing, han provocado una disminución en la participación de mercado, así como también en su margen operacional, siendo en el año 2006 un 4,46%, con lo cual se posiciona en segundo lugar respecto a las empresas nombradas con menores márgenes.

A continuación se puede observar un cuadro resumen con algunos indicadores financieros de las empresas antes mencionadas:

Resultados Tiendas por Departamento en Estados Unidos (últimos 12 meses, corte enero del 2007)							
Empresas	Ranking	Beta	Ingresos (MMUS\$)	Margen Operacional	Margen Ebitda	Deuda /Ebitda	Ebitda/Gtos Financieros
Sears Roebuck & Co	BB	0,32	53.012	4,59%	6,79%	1,09	10,68
J.C. Penney	BBB	0,91	19.903	9,61%	11,71%	1,48	13,79
Federated Department Stores Inc.	BBB	1,58	26.970	9,14%	14,16%	2,23	8,47
Kohl’s Corp.	A	0,36	15.544	11,68%	14,41%	0,47	33,94
Nordstrom Inc.	-A	2,26	8.561	13,42%	17,17%	0,43	25,79
Saks Inc.	B	2,10	2.940	-0,26%	5,88%	3,97	3,46
Dillard’s Inc.	-BB	0,95	7.810	4,46%	8,37%	1,97	6,11
Industria			15.540	7,45%	10,88%		

Fuente: Yahoo Financial

1.2.- Mercado Nacional

Las Tiendas por departamentos en Chile se iniciaron con la apertura de Falabella a fines del siglo XIX, su primer local fue una sastrería ubicada en el paseo Ahumada; diez años más tarde Almacenes Paris abrió su primer local comercial, dedicado al rubro de mueblería. Luego los siguieron La Polar, Ripley entre otras que comenzaron su apertura a contar de 1920. Con el correr del tiempo, estas empresas incorporaron a sus negocios las líneas electro hogar, e iniciaron la apertura de Tiendas en regiones.

En el año 1956 Ripley comienza el desarrollo del negocio del crédito por medio de la incorporación de una tarjeta propia.

Durante los años 80 las empresas comienzan a incursionar en el negocio inmobiliario, de Seguros y Viajes, para finalmente en el año 1998 dar origen al primer Banco relacionado a una empresa de Tiendas por Departamento, el Banco Falabella.

A continuación se describe un cronograma de las principales cuatro Tiendas por Departamentos en Chile, las que participan en el mercado bursátil y además son de capitales locales.

Cronología Tiendas por Departamentos en Chile				
	Falabella	Almacenes Paris	Ripley	La Polar
Inicios	1889	1900	1956	1920
Inicio del negocio de Crédito	1980	1980	1976	
Inicios en Regiones	1962 (Concepción)	1995 (Concepción)	1986 (Concepción)	1992 (Rancagua)
Ingreso a un Mall	1983 (Parque Arauco)	1991 (Parque Arauco)	1993 (Parque Arauco)	2002 (Portal La Reina)
Inicio en negocio Inmobiliario	1990 (Plaza Vespucio)	1994 (Plaza Oeste)	1988 (Panoramico)	No
Internalización	1993 (Argentina) 1995 (Perú) 2006 (Colombia)	No	1997 (Perú)	No
Apertura a Bolsa de Valores	1996	1996	2005	2003
Inicio Negocio Bancario	1998	2004	2002	No

Fuente: Estudio "Tiendas por Departamentos en Chile", FitchRating, Junio 2005. Actualizado al 2006.

Para Falabella, Ripley y Almacenes Paris, estos últimos dieciséis años han sido de fuerte crecimiento; La Polar por su parte ha comenzado su proceso de crecimiento en los últimos 6 años. Estas empresas tienen cobertura geográfica a lo largo del país y se encuentran actualmente en un proceso de expansión y crecimiento en la Región Metropolitana y Regiones que permite tener una idea de las expectativas que se esperan para el negocio en el futuro.

Cobertura de Operaciones				
	Falabella	Paris	Ripley	La Polar
Total Locales	31	21	26	24
Región Metropolitana	11	9	11	14
Regiones	20	12	15	10
Superficie de Ventas	162.600	161.927	179.600	70.000
Superf. Prom. Por Local	5.807	7.711	6.908	2.910
Ventas /M ² MM\$	3,2	2,3	2,2	2

Fuente: Estudio "Tiendas por Departamentos en Chile", FitchRating, Junio 2005.

1.3.- Fortalezas y Debilidades de las Tiendas por Departamento.

Este negocio presenta una serie de barreras de entradas, que se han transformado en el tiempo en fortalezas que permiten a las empresas no preocuparse de la entrada de nuevos competidores. Entre las fortalezas del negocio se pueden encontrar:

- Contar con marcas propias que privilegian los márgenes de las líneas asociadas.
- Contar con una cartera de clientes por medio de sus propias tarjetas de créditos, que permite fidelizar a los clientes a través de alianzas con otros negocios y una serie de beneficios como canjes puntos, premios, entre otros
- Mantener el control de los centros comerciales, teniendo total manejo del ingreso de tiendas a los malls.
- Contar con marcas de gran reconocimiento de los clientes.

Por otra parte, alguna de las debilidades que se pueden mencionar del negocio son:

- Alta dependencia de la tasa de interés, ya que los clientes tienden a consumir menos ante altas tasas de interés.
- Vulnerabilidad a los ciclos económicos del país, ya que la demanda de los productos se encuentra totalmente relacionada con la demanda interna.
- Aparición de nueva competencia con formatos de tiendas de especialidad.
- Márgenes muy apretados en la línea electrónica producto de la constante caída de precios de estos productos. Esto requiere de una mayor eficiencia en los Gastos de Administración y Ventas (GAV) para compensar los menores márgenes.

1.4.- Propiedad y principales negocios de las empresas nacionales

1.4.1.- Falabella

La propiedad de Falabella pertenece a la familia Solari (67%); familia Del Rio (22%); el resto distribuido en accionistas minoritarios.

La empresa opera en Chile, Argentina y Colombia con la marca Falabella, y en Perú bajo la marca Saga Falabella. Participan de los negocios de Supermercado bajo la marca Tottus en Chile y Perú. En el rubro de distribución de materiales de construcción y decoración para el hogar se encuentran insertos en el mercado Chileno, Peruano, Colombiano y Argentino, a través de Sodimac. En el último país se está realizando los procesos de apertura de la primera tienda.

CMR Falabella es la filial con que opera en el área de crédito y es un motor importante en el desarrollo de otros servicios tales como viajes, seguros, alianzas estratégicas con empresas como Copec, Goodyear entre otras.

1.4.2.- Almacenes Paris

La propiedad de Almacenes Paris pertenece al grupo Cencosud.

Paris se encuentra inserto en el negocio crediticio por medio de su propia tarjeta de crédito; al igual que Falabella, “Mas” la tarjeta de Paris, puede ser utilizada en servicios de viajes, seguros y una importante red de alianzas estratégicas.

El grupo Cencosud ha ampliado sus negocios al área de Supermercados, por medio de Jumbo, y al área de mejoramiento del hogar a través de Easy; locales en los cuales también puede ser utilizada la tarjeta “Mas”

Además participa en el mercado de fabricación de muebles y colchones; en el área inmobiliaria y; en el área bancaria.

A nivel internacional, estos dos últimos años, han estado realizando algunas negociaciones a fin de comenzar a ingresar en el mercado sudamericano.

1.4.3.- Ripley

La propiedad de la empresa pertenece a la familia Calderón.

Ripley se encuentra inserto en el negocio crediticio por medio de su tarjeta de crédito; con la cual al igual que las anteriores empresas, ha logrado realizar algunas alianzas estratégicas lo que ha permitido aumentar el uso de crédito otorgado por esta empresa.

Ripley por otra parte, se encuentra en el negocio inmobiliario con participación en el Mall del centro de Rancagua; Mall del Centro en Santiago; Mall Panorámico; Mall Marina Arauco y; Mall Calama. También tiene participación en el área bancaria a través del Banco Ripley.

La empresa opera en Chile y Perú bajo la marca Ripley.

1.4.4.- La Polar

La propiedad de la empresa está en manos del fondo estadounidense Southern Cross. La empresa además de operar en el área de Tiendas por Departamento, al igual que su competencia participa en el negocio financiero a través de su propia tarjeta de crédito.

1.5.- Resumen de Análisis individual de la empresa en estudio Tienda por Departamento Falabella.

El presente estudio se centra en la empresa Falabella. Se considera ésta por ser la líder del mercado, dada la variedad de negocios y expansión geográfica a nivel nacional e internacional. Adicionalmente se considera relevante generar un modelo de valoración de activos intangibles en base a una empresa que puede manejar una gran cantidad de variables, modelo que sirva para aplicarse posteriormente a cualquier otra empresa del rubro.

Como se menciona anteriormente, Falabella se encuentra inserta en una cantidad importante de negocios, sin embargo el estudio se realiza únicamente en el negocio de tiendas por departamento.

El principal negocio de Falabella son las ventas al por menor de productos financiados. La naturaleza del negocio comercial de Falabella, la amplitud y dispersión de los proveedores, la amplia gama de más de 200 mil productos, la atómica y amplitud de la cartera de clientes en todos los segmentos socioeconómicos, son todas condiciones que no hacen a Falabella dependiente de una procedencia específica y casi única, ni de las fluctuaciones de la oferta y precio de algún producto a ser adquirido o vendido, ni de la conducta de un consumidor que represente un porcentaje significativo de la venta. De hecho la industria comercial no tiene regulaciones de precio o cantidad, ni regulaciones particulares medioambientales. La actividad de Falabella si se encuentra afectada por la evolución general de la economía, el crecimiento económico, la demanda agregada del consumo, la inflación, la tasa de interés y otras variables de efecto generalizado en toda actividad.

A nivel de resultado, Falabella ha mostrado en los últimos cuatro años crecimiento de sus ventas en el orden del 11% promedio, siendo el año 2006 el período de menor crecimiento.

Variación Ventas últimos cuatro años

	2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	Promedio
Ventas Netas	8,82%	12,15%	15,34%	8,58%	11,22%

Fuente: propia en base a Estados de Resultados años 2002 al 2006

Los costos de ventas representan en promedio un 72,8% de las ventas (Anexos 2), logrando un margen de explotación promedio del 27,2%. La rentabilidad de los activos del año 2006 es de un 8,4%, mostrando un promedio de los últimos 5 años de un 7,7%.

Falabella ha logrado un crecimiento acelerado dado importantes inversiones y nuevos formatos de ventas. De esta manera en mayo del 2006 se inauguró una nueva instalación logística, con la última tecnología, lo que ha permitido una mayor eficiencia y eficacia en lo que respecta a recepción, almacenaje, extracción y envío de productos hacia las Tiendas; reflejando un mejor nivel de servicio hacia el cliente. Por otra parte los nuevos formatos de ventas a distancia (Internet, teléfono

y televisión) han tenido un importante desarrollo, incorporando nuevos clientes y desarrollando permanentemente nuevos servicios.

Las inversiones anteriores tales como las aperturas de las nuevas Tiendas La Dehesa; Plaza Puente y Mall Antofagasta; en conjunto con la proyección de apertura de 3 tiendas en promedio en cada uno de los siguientes años, ha producido que los niveles de liquidez de la empresa disminuyan, pasando de una liquidez circulante de 2,05 veces en el 2002 a 1,98 veces en el 2006.

Las inversiones además han provocado un aumento del endeudamiento de 6 puntos porcentuales (31,2% el 2002 a 37,3% el 2006), correspondiendo sobre el 95% a deuda de corto plazo. Si bien los proyectos en general son financiados con fondos propios, el aumento de la deuda de corto plazo corresponde a la mayor cantidad de cartas de crédito que deben ser abiertas para la importación de mercaderías para estas nuevas Tiendas.

Los activos fijos de la empresa presentaron una importante disminución en el año 2004 (44% del total de activos en el 2002 a 11,6% del total de los activos en el 2004). Esta disminución se produjo por que la empresa realizó el aporte de todos los activos del ítem construcciones a la empresa Inmobiliaria del grupo. Sin embargo a contar del año 2005 comenzaron a aumentar estos activos, debido a las inversiones en nuevas Tiendas. El aporte también se ve reflejado en la disminución de un 43% del patrimonio, pasando del 73% sobre el total de activos del 2003 a un 41% sobre los activos del 2004.

Las obligaciones con el público disminuyeron en el año 2004 debido a que la empresa canceló su parte de obligaciones correspondientes a los bonos emitidos, esta disminución de deuda se ve reflejada también en la disminución de la caja, que pasa de un 12,80% a un 5,57% en el mismo año.

En cuanto a las marcas de Falabella, éstas se han registrado tanto en Chile como en el extranjero. Para resguardar sus marcas, la empresa cuenta con la asesoría del estudio de abogados extranjeros. Las principales marcas de Falabella son: Falabella, CMR, Basement, Newport, Sybilla, Mica, University Club, Yamp, Fratta, Recco y Commodore.

Por último, el valor de mercado de la acción de Falabella al 31 de diciembre de 2006 era de \$1.869,5 lo que representa una capitalización bursátil de M\$4.467.045.255, comparada con su valor contable de M\$1.247.121.405, se obtiene un ratio valor económico/valor libro de 3,58 veces. Como se verá en lo que sigue del trabajo, esta diferencia se ocasiona por el valor que los inversionistas asignan a los flujos futuros de la empresa, los que contemplan expectativas y otras fuentes asociadas a los activos intangibles de la empresa, tales como la marca, localización, entre otros.

CAPÍTULO II:

CONCEPTOS DE ACTIVOS INTANGIBLES

2.1.- Concepto y características de los Activos Intangibles.

La literatura tradicional ha clasificado a los activos en dos tipos: tangibles e intangibles. Tradicionalmente los activos tangibles; dentro de los cuales se encuentran los activos físico y financiero; constituían el activo máspreciado de las empresas, sin embargo, en los últimos años del siglo XX esta idea ha dado paso a considerar a los activos intangibles como elementos clave para competir en entornos dinámicos.

De acuerdo a lo anterior, es posible establecer que las relaciones económicas de producción, ya no son únicamente a nivel de tierra, capital y trabajo (activos tangibles, con vida útil, agotables, depreciables) sino, y más importante aún, las derivadas del procesamiento de información y de participación del conocimiento (activos intangibles, con vida indeterminada, que crecen con su uso, no se pueden depreciar ni despremiar).

En los últimos años los activos intangibles se han transformado en el actor principal en la generación de riqueza y crecimiento de las empresas. Los activos

tangibles, ofrecen una mediana rentabilidad, sin embargo las rentabilidades anormales vienen dadas de las inversiones en activos intangibles

Si bien los activos intangibles siempre han formado parte de las empresas, ya que siempre se ha aplicado conocimientos y creatividad por parte de los Administradores; las inversiones en activo fijo formaban parte importante del crecimiento de las empresas. Estos últimos activos (tangibles) actualmente son commodities que no otorgan ventajas competitivas, por lo que las empresas han atachado sus estructuras, dando mayor hincapié a la innovación.

El cambio de tendencia se debe por una parte a la fuerte presión competitiva que ha traído la globalización, y por otra parte al rápido crecimiento tecnológico, donde se puede mencionar el uso de redes de Internet. Estos dos factores han llevado a las empresas a disminuir la participación de los activos tangibles en la generación de valor, invirtiendo en innovación, formación de personal, captación de clientes, patentes, entre otros; que son cada día más relevantes en los procesos de negociación ya que en muchos casos constituyen el fundamento principal en la obtención de ganancias y en la participación del mercado.

En la actualidad las empresas se encuentran en una constante búsqueda de innovación; de inversión en recursos humanos a fin de contar con personal altamente calificado; de aprovechamiento y creación de ventajas competitivas, tales como practicas organizacionales; o de una mezcla de dos o más de estos factores, los cuales permitan protegerse del ingreso de nuevos competidores y de los ya existentes.

Como ejemplo de la aplicación de las variables antes descritas se pueden mencionar:

- La aplicación de prácticas organizacionales por parte de la empresa Dell, quien implementó servicios de venta directa a sus consumidores, con armado en el lugar

de recepción, lo cual permitió disminuir costo de bodegaje ya que sus proveedores despachaban desde sus propias bodegas.

- Coca Cola, Sony, Yahoo, por nombrar algunas, han brindado un valioso valor a sus empresas por medio de la generación de Marcas. Este generador de valor, nace de una mezcla de innovación y estructura organizacional, como elementos de identificación y diferenciación que permitan guiar a los clientes hacia sus decisiones de compra ante productos o negocios similares. Las marcas consideran entre otros factores la tradición, el posicionamiento en el mercado, la calidad, entre otros.

El aumento de importancia de los activos intangibles, ha producido una problemática contable, dado que existen múltiples partidas o inversiones en intangibles que por las características propias de su mercado se escapan a estos requisitos y requerimientos de la norma contable, y por tanto generan desigualdades o disparidades en la información, tales como registrar el verdadero valor de estos activos, su rentabilidad y el crecimiento.

En principio, se podría pensar que a esta definición, aparentemente simple, se pueden acoplar los diferentes intangibles mencionados a lo largo de este trabajo, sin embargo, las Normas Internacionales de Contabilidad traen algunos requisitos o características especiales que éstos deben cumplir para ser incorporados como activos en un balance, y en base a ello, es que la Norma Internacional de Contabilidad Nro 38 (NIC 38) define como activo “todo recurso controlado por la empresa como resultado de sucesos pasados y, del que se espera obtener en el futuro beneficios económicos”. Por su parte, define como activo intangible “los activos identificables, de carácter no monetario y sin apariencia física, que se posee para ser utilizado en la producción o suministro de bienes y servicios, para ser arrendados a terceros o para funciones realizadas con la administración de la entidad”. Esta norma, perteneciente a un grupo de normas internacionales contables, las cuales se encuentran en proceso de implementación casi a nivel mundial, y que tienen entre otros como objetivo estandarizar los criterios contables bajo los cuales son confeccionados los estados financieros de las distintas

naciones, serán aplicables en Chile a contar de principios del año 2009, en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores y que pertenecen al indicador IPSA.

Entre los beneficios de los activos intangibles se puede observar la no rivalidad y las economías de redes. La primera se refiere a que a diferencia de los activos tangibles, los intangibles pueden ser utilizados en un mismo momento por más de un actor. Un ejemplo de esto es un Boeing 747 (tangible) el cual no puede ser utilizado a la vez para realizar un vuelo de Chile a Miami y uno de Argentina a España; en cambio el sistema de puntos de cliente habitual (intangible) es utilizado indistintamente.

El segundo beneficio se refiere al uso masivo de tecnología en negocios, como por ejemplo la Internet. Si bien este tipo de negocios mantiene activos tangibles, estos se basan en activos intangibles. A su vez la economía de redes sirve para obtener retroalimentación de los clientes.

Otro beneficio adicional de los intangibles es que tienen costos marginales incrementales y sus costos medios son hundidos.

Por el lado de los costos o deseconomías, se dice que los intangibles necesitan un mercado de tamaño significativo y alta preocupación de su gestión. En general los intangibles no sustituyen en un 100% a los tangibles, esto debido a que necesitan un mercado relevante y con potencial de crecimiento, si esto no existe, los beneficios no son aprovechados en su totalidad.

En cuanto a la gestión, como los intangibles generan mayor valor que los tangibles, requieren de un mayor control, sin embargo a su vez, como estos activos no son físicos no se registran en los estados financieros como activos, sino directamente al gasto del período.

A pesar de las deseconomías que generan los activos intangibles, si estos son llevados eficientemente, producen un gran beneficio, y de acá la esencia de estos activos, el equilibrio Costo-Beneficio.

El hecho de que los intangibles sean contabilizados como gasto, se debe básicamente a que no se puede asegurar un 100% los beneficios otorgados por estos activos, muchos de estos beneficios son aprovechados por terceros. Además y dado que no existe transmisibilidad, es decir, no existe un mercado formal de estos activos, se hace muy difícil la medición y valoración dada la falta de comparables. Debido a esta dificultad, los costos de transacciones de estos activos generalmente son altos producto a la necesidad de información, seguimientos, perfeccionamiento de contratos y los beneficios que busquen los contratantes. A pesar de esto y tal como se mencionó en un principio, los activos intangibles han tomado una importancia significativa en el valor de las empresas, donde un alto porcentaje del valor asociado a la marca, el good will y el know how ha sido parte importante de las negociaciones de las grandes empresas en los últimos años.

A continuación se revisará la Norma Contable Internacional nro. 38, que rige la contabilización y valoración de los activos intangibles, y como se mencionó anteriormente a contar de enero del 2009, será aplicable en el mercado Chileno.

Posteriormente se revisaran algunos modelos de valoración de intangibles, a fin de determinar el método que será utilizado en la valoración de los activos de S.a.c.i. Falabella.

2.2.- Norma Internacional Contable

2.2.1.- Concepto e implicancia de la NIC 38

La NIC 38 tiene como objetivo prescribir el tratamiento contable de los activos intangibles que no se encuentren establecidos en otras normas. Esta norma requiere que los activos intangibles se reconozcan si y solo si, cumplen ciertos requisitos.

La Norma define como activo intangible *“los activos identificables, de carácter no monetario y sin apariencia física, que se posee para ser utilizado en la producción*

o suministro de bienes y servicios, para ser arrendados a terceros o para funciones realizadas con la administración de la entidad”.

Los criterios que deben cumplir los activos para ser considerados como intangibles, según la norma son: Ser identificables; debe existir control sobre el activo; y debe generar beneficios económicos futuros.

El activo intangible debe ser identificable, de tal manera de poder separarlo del fondo de comercio que se genera en negociaciones combinadas. Un intangible es identificable cuando: es separable, es decir se puede separar de la entidad y puede ser vendido, cedido, arrendado u otro, ya sea en forma individual o con un activo que guarde relación.

Una empresa controlará un activo intangible cuando tenga poder para obtener el total de los beneficios económicos futuros que éste genere y, además pueda restringir el acceso de terceras personas a estos beneficios.

Entre los beneficios económicos futuros de un intangible se consideran todos los ingresos provenientes de venta de productos y servicios; ahorros de costos y cualquier otro rendimiento diferente que provenga del uso del activo.

Además de los criterios antes mencionados, para reconocer un activo intangible, se debe cumplir también que su costo pueda ser valorado de forma fiable.

2.2.2. - Reconocimiento y Valoración de Activos

En cuanto a la valoración de activos intangibles, éstos deben ser valorados inicialmente por su costo.

Cuando se trate de una adquisición como parte de una combinación de negocios, la entidad adquirente reconocerá en la fecha de adquisición, de forma independiente del fondo de comercio, el activo intangible de la entidad adquirida por su valor razonable, siempre que éste pueda ser valorado de forma fiable, independientemente de que ese activo intangible estuviese o no reconocido en la entidad adquirida. Esto significa que la adquirente reconocerá como un activo, independiente del fondo de comercio, un proyecto de investigación y desarrollo,

que la entidad adquirida tenga en proceso, si el proyecto satisface la definición de activo intangible y su valor razonable puede determinarse con fiabilidad.

Cuando no existe mercado activo para el intangible, su valor razonable será el importe que la empresa hubiese cancelado por el activo, en la fecha de adquisición, en una transacción entre un comprador y un vendedor interesado y debidamente informado, que se realice en condiciones de independencia mutua, teniendo en cuenta la mejor información disponible.

En cuanto a los gastos de investigación y desarrollo, para que un activo sea considerado como activo intangible generado internamente se debe separar en dos fases:

- 1) Fase de investigación. En esta fase no se puede reconocer el activo como activo intangible debido a que no es posible en este momento demostrar que dicho activo vaya a generar beneficios económicos en el futuro. Los desembolsos que se produzcan se llevan directamente contra la cuenta de resultados del periodo en el que se producen.-
- 2) Fase de desarrollo. En esta fase sí se puede reconocer un activo como activo intangible, aunque este hecho se producirá sí, y sólo si, la entidad puede demostrar una serie de supuestos, entre los que se distinguen:
 - a) Posibilidad técnica de completar la producción del activo.
 - b) Intención de completar el activo.
 - c) Capacidad para usarlo o venderlo.
 - d) Forma en que el activo va a generar probables beneficios económicos en el futuro.
 - d) Disponibilidad de los adecuados recursos técnicos, financieros y de otro tipo para completarlo y venderlo.
 - e) Capacidad para valorar de forma fiable el desembolso atribuible al activo durante su desarrollo.

Si la entidad no fuera capaz de diferenciar la fase de investigación de la de desarrollo, los desembolsos que se efectúen se consideran incluidos sólo en la fase de investigación y se contabilizan como gastos. La amortización de un activo

intangible debe distribuirse de una forma sistemática a lo largo de su vida útil en función de los beneficios económicos futuros del activo. La NIC 38 diferencia entre: activos intangibles con vida útil indefinida, cuando, sobre la base de un análisis de todos los factores relevantes, no exista un límite previsible al periodo en el que se espera que el activo genere entradas de flujos netos de efectivo para la entidad, en cuyo caso no se amortizan, y activos intangibles con vida útil finita, la amortización se debe efectuar de forma independiente para cada parte de un elemento inmovilizado que tenga un coste significativo en relación con el coste total del elemento. Tanto el método de amortización como la vida útil del activo intangible deben revisarse al menos una vez al año, al final del periodo contable, para reflejar en los estados financieros los cambios que se hayan podido producir.

Cuando se trata de valoraciones a realizar posterior al reconocimiento inicial como activo intangible, la norma reconoce dos modelos de valoración:

1.- Modelo de Costos: Un activo Intangible se debe valorar de acuerdo a su costo menos la amortización acumulada y el importe acumulado de las pérdidas por deterioro de valor.

2.- Modelo de Revalorización: Un activo Intangible se debe valorar de acuerdo a su costo de revalorización menos la amortización acumulada y el importe acumulado de las pérdidas por deterioro de valor. Según esta norma el valor de reposición corresponde al valor razonable que **se determinará por referencia a un mercado activo**. Las revalorizaciones se deben realizar frecuentemente a fin de asegurar que el valor reflejado en los libros no difiera significativamente con el valor razonable (de mercado).

En este modelo no se considera la valoración de intangibles que no hayan sido reconocidos anteriormente como activos intangibles; y tampoco será aplicado para reconocimiento inicial de activos. Este modelo se utilizará una vez que el activo haya sido reconocido inicialmente por su costo.

Si no existe un mercado activo para realizar la revalorización de un activo, éste tendrá que ser valorado de acuerdo al modelo de costo. De la misma manera si un mercado deja de ser activo y el intangible ya había sido revalorizado, su nueva revalorización será el valor de la última revalorización, menos la amortización acumulada y menos las pérdidas por deterioro de valor.

En la revalorización, cuando el valor sea mayor al valor libro, la diferencia debe ser registrada a una cuenta de reserva de revalorización dentro del patrimonio neto. Esta reserva será reconocida como ingreso en el ejercicio, siempre y cuando revierta una devaluación registrada previamente.

Cuando el valor de la revalorización es negativo, debe ser contabilizado directamente a resultado en el ejercicio. Sin embargo podrá ser cargada contra el patrimonio neto, si previamente se han reconocido reservas por revalorizaciones, esto sólo hasta el monto de esas reservas.

2.2.3.- Comparación con Plan General Contable

Hay varios aspectos en esta norma que difieren del tratamiento indicado por el Plan General Contable (PGC), siendo los más destacables los siguientes:

- a) Gastos de constitución y de primer establecimiento: la norma internacional establece que los gastos de constitución y de primer establecimiento deben ser registrados en la cuenta de resultados del ejercicio en que se incurre en dichos gastos. El PGC permite la activación de estos gastos y su amortización en un periodo máximo de 5 años.
- b) Valoración posterior a la inicial: la NIC 38 presenta dos modelos posibles para la valoración posterior a la inicial de los activos intangibles; el coste de adquisición o el modelo de revalorización. La normativa contable española sólo permite la valoración al coste de adquisición.
- c) Capitalización de gastos de investigación y desarrollo: la NIC 38 establece que no se pueden capitalizar los costes por la realización de proyectos en su fase de investigación. Para los gastos de desarrollo, permite la capitalización de los desembolsos realizados si, y sólo si, se cumplen todas

las condiciones recogidas en la normativa para su activación. Además, se amortizan de acuerdo con su vida útil. El PGC permite la activación de los gastos de investigación y desarrollo y establece un periodo de amortización máximo de cinco años a partir de la fecha de terminación del proyecto.

- d) Permuta de activos: la NIC 38 establece que un activo intangible adquirido mediante permuta a cambio de un activo no monetario, se valorará por su valor razonable siempre que la transacción tenga carácter comercial y que se pueda medir con fiabilidad su valor razonable. En las permutas, según el PGC, el activo recibido se valora en función del valor neto contable del bien cedido como contrapartida, con el límite del valor de mercado del activo recibido si éste fuese inferior.
- e) Amortización y vida útil: en la NIC 38, un activo intangible se amortizará si su vida útil es finita. En este caso se distribuye el importe amortizable de manera sistemática a lo largo de su vida útil. Se debe revisar, como mínimo al final de cada ejercicio, tanto el período como el método de amortización utilizado. En el caso de que su vida útil sea indefinida, no se amortizará, revisándose anualmente tanto el valor del activo, como si dicha vida útil continúa siendo indefinida. El PGC, generalmente, establece periodos máximos de amortización para los activos intangibles y no permite vidas útiles indefinidas.

2.2.4.- Categorías de Activos Intangibles.

La norma internacional IFRS 3, clasifica los activos intangibles de acuerdo a las siguientes categorías:

- Relacionados con el Marketing: Nombres Comerciales; Marcas Comerciales; Marcas de Servicios; Marcas Colectivas; Certification Marks; Dominios de Internet; Trade Dress; Cabeceras de periódicos; Acuerdos de no-competencias.

- Relacionados con el Cliente: Listas de clientes; Pedidos o producción pendiente; Contratos y relaciones asociadas con clientes; Relaciones no contractuales con clientes.
- Basados en Contratos: Acuerdos de Licencias; Contratos de publicidad, construcciones y servicios de gestión; Contratos de arrendamientos; Acuerdos de franquicias; Derechos de operaciones y emisiones; Contratos de Servicios (hipotecas); Derechos de Uso (mineral, agua, aire).
- Basados en Tecnología: Tecnología patentada; Software informático; Tecnología no patentada; Bases de datos; Secretos de fabricación como fórmulas, procesos o recetas.

Si bien la norma deja claro los modelos de valoración de activos intangibles que deben ser utilizados; los que corresponden al modelo de Costos y modelo de revalorización; a continuación se revisarán algunos modelos desarrollados por una serie de autores y empresas, que han permitido obtener el valor de los activos intangibles y por otra parte generar acciones que permiten identificar intangibles a fin de generar valor a las empresas.

Por otra parte en base a las categorías de activos intangibles clasificados en la IFRS 3, los activos que se pueden identificar en Falabella y que se verán en detalle más adelante son: Marca; Clientes, Localización, y Medio de pago. Si bien existe en Falabella una serie de activos intangibles que no ha sido posible identificar, por cuanto no pueden ser valorados por medio de flujo de caja descontado, ya que no cuentan con los requisitos de la norma contable internacional; éstos serán valorados por medio del valor residual y se mencionarán dentro del análisis como “Activos Intangibles no identificados”.

CAPITULO III.-

VALORACION DE ACTIVOS INTANGIBLES

3.1.- Conceptos y características

La valoración de activos corresponde al proceso mediante la aplicación de una metodología, se determina el valor o precio de un bien determinado. La valoración de los activos intangibles ha tomado mucha importancia, ya que como se menciona anteriormente, estos activos son parte importante de las negociaciones de empresas y, el contar con una valoración adecuada puede significar importantes ganancias.

Algunos conceptos relacionados al valor de los activos son:

Valor de mercado; es aquel que se determina al comparar un activo determinado con el precio de un activo semejante que se transa en el mercado.

Valor estimado por el propietario; corresponde aquel que asigna el propietario del activo relacionado con el valor que pierde si no dispone del activo.

Valor razonable; es el importe por el cual podría ser intercambiado un activo entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua.

Un estudio realizado por Brand Finance en España concluyó que del total del valor de mercado de las empresas que cotizan en el Ibex, el 26% corresponde al valor libro de los activos tangibles, otro 7% corresponde a los activos intangibles reconocidos en la contabilidad y, el 67% restante corresponde a activos intangibles no reflejados contablemente. Tal como se menciona antes, como los estados financieros no reflejan los activos intangibles no monetarios, un Proxys del valor de éstos se puede obtener al comparar el valor de mercado de las empresas v/s su valor contable (ratio precio – valor de mercado), el que considera el valor de capitalización de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores y el Patrimonio reflejado en los estados financieros. La diferencia entre estos dos valores corresponde al valor de los activos intangibles (Por este medio se puede

determinar un valor estimado de los intangibles, sin embargo no se puede determinar cuales son los orígenes de este valor). Un ejemplo de esto es el aumento del ratio que han presentado las empresas que cotizan en el S&P, el cual ha alcanzado un valor cercano a seis, esto significa que de cada \$6 de valor de mercado de una empresa, en la contabilidad solo se refleja \$1.

Resultados semejantes se desprenden de estudios similares realizados en otros países. Ante este gran inconveniente, se han efectuado una serie de estudios que valoran las empresas en base a expectativas de los procesos de capital intelectual, y no en variables económicas.

El capital intelectual según algunos autores son los conocimientos, destrezas, experiencias, tecnologías, RRHH, clientes, entre otros, que tienen las empresas y son utilizadas como ventajas competitivas en la consecución de planes estratégicos.

En general, para la persona que determina el valor de los activos intangibles, calcular el valor de dichos activos no representa una tarea difícil cuando éstos han sido protegidos oficialmente por marcas, patentes o derecho de autor. Lo anterior no se aplica a los activos intangibles referidos precedentemente, tales como los conocimientos técnicos (entre los que figuran el talento, las habilidades y la preparación del personal), los sistemas y métodos de formación, los procesos técnicos, las listas de clientes, las redes de distribución, etcétera. Estos activos pueden ser igualmente valiosos pero más difíciles de identificar desde el punto de vista de los beneficios y las utilidades que generan. Por lo que respecta a muchos activos intangibles, los juristas especializados en capital intelectual y los contadores de la empresa deben llevar a cabo conjuntamente un análisis inicial pormenorizado y serio.

Algunos estudios como los de Bruce Morgan; de General Accountig Office de Estados Unidos; y de la Unidad de Inteligencia Económica de Arthur Ardersen, han considerado los intangibles en las valoraciones de empresas, sin embargo éstas sólo tienen características contables.

Por otra parte, se han efectuado estudios de valoración a partir de una perspectiva de negocio, las cuales además distinguen dentro del capital intelectual al capital

humano, capital estructural y, capital cliente (Nick Bontis, 1998). Leif Edvinsson y Michael Malone, la variable capital estructural la han subdividido en Capital Organizacional, Capital Innovación y, Capital proceso. Ross y Roos (1998) subdividen el capital humano en Competencia, Actitud y, agilidad intelectual.

Como explicación a lo anterior, se define:

Capital Humano: aquel que se encuentra conformado por las capacidades individuales de los miembros de una empresa, obtenidos de su medio, estudios, experiencia. El capital humano no es propiedad de la empresa, pero participa en ella, se origina de las competencias, agilidades y actitudes de las personas. Este capital es la base de la innovación y efectividad estratégica.

Capital estructural: se conforma por las relaciones personales e impersonales de la organización; toma las capacidades individuales del capital humano y conforma grupos de trabajo que tienen como fin la eficiencia e innovación. Dentro de este capital se encuentra la cultura, los procesos, la infraestructura, etc.

Capital Cliente: Se conforma por el conocimiento de relaciones de clientes, que permiten fortalecer la lealtad de éstos. El valor de este capital se centra en las necesidades y actitudes de los clientes.

En definitiva, es importante tener presente, que las interrelaciones de las áreas de enfoque; el capital intelectual está compuesto por el capital humano y el capital estructural; y éstos se interrelacionan, ya que el capital humano desarrolla en capital estructural y mientras mejor sea en capital estructural, existirán mejores condiciones para el desarrollo del capital humano. Se puede concluir que el valor generado por la empresa no proviene de las distintas áreas de enfoque, sino de la interacción de todos ellos y no importa que una organización sea fuerte en uno o dos factores, si los demás son débiles, porque de esta forma la organización no tiene el potencial de convertir el capital intelectual en un valor comparativo, es decir, en fuente de generación de valor.

3.2.- Algunos Métodos de Valoración de Activos Intangibles

La obtención del valor de una empresa es un proceso subjetivo ya que depende de muchas variables que el evaluador normalmente no tiene a su alcance. Cuando se realiza una negociación de una empresa tanto el comprador como el vendedor tienen perspectivas distintas de lo que significa el valor comercial de la empresa ya que por ejemplo para el vendedor pueden existir connotaciones sentimentales, de quiebra, etc; y para el comprador la connotación puede ser aumentar el rendimiento de la empresa o desaparecer a un competidor.

Dado lo anterior, cuando se realiza una valoración se debe contar con un modelo que permita obtener un mayor control o conocimiento de las variables que intervienen en la generación de valor de la empresa.

Existe una serie de metodologías de valoración de intangibles que han sido estudiados y aplicados por una serie de autores. A continuación se revisara una serie de métodos a fin de identificar cual de estos es aplicable al presente estudio.

3.2.1.- Método basado en Costos.

Este método es aplicable siempre y cuando el activo a valorar no sea único y además sea fácilmente reemplazado. En ocasiones la valoración se realiza por medio de costos históricos y en otras ocasiones por medio de costo de reposición. El modelo de valoración en costo puede ser en base a costos históricos o costo de reposición.

El costo histórico refleja el valor del activo intangible en base a los gastos anteriores efectuados en relación a la marca. Una base obvia de valoración es la suma de todas las inversiones que se han hecho en la marca: promoción, investigación y desarrollo, diseño de empaque, distribución, etc. (Esposito, 2001). Si bien en principio puede parecer razonable valuar una marca por el conjunto de costos efectivamente incurridos para su nacimiento y desarrollo, este criterio difícilmente resulta de verdadera utilidad. Este modelo presenta el inconveniente

de que no necesariamente refleja el valor actual porque no toma en consideración la calidad o resultado obtenido sino solamente la cantidad.

El caso del costo de reposición, intenta resolver el problema anterior. Considera los costos actuales en lugar de los históricos y se basa en que el costo de una marca es el equivalente a lo que un tercero estaría dispuesto a pagar por ella. La principal ventaja de este método es que permite estimar el valor de una marca a través de un actor transparente como lo es una cotización bursátil. La principal crítica al mismo, es que si bien ese valor reflejaría todos los costos implícitos en la construcción de la marca, las marcas no se transfieren en forma habitual como para que exista un mercado de referencia (Esposito, 2001).

Simon y Sullivan (1993) proponen un camino alternativo al estimar el costo de establecimiento de una marca comparable, al formular dos hipótesis: la primera, plantea que el costo de lanzar una marca exitosa al mercado, similar a la que se trata de valorar; y la segunda, plantea que está determinada la probabilidad de alcanzar dicho éxito al costo previsto. Este sólo es aplicable en el momento del lanzamiento de una nueva marca/producto y no en su utilización con productos actuales.

3.2.2.- Método basado en el Mercado

Al igual que en el método basado en costos, debe existir información de que no es el único activo que existe y, que se efectúan suficientes transacciones que permitan comparar su valor. Como se sabe, el mercado Chileno es muy poco profundo, siendo muy complicado encontrar información de transacciones de activos tangibles, por cuanto el buscar información de activos intangibles es prácticamente imposible.

Para el caso de la valoración de marcas, Simon y Sullivan (1993) desarrollaron el modelo basado en las cotizaciones bursátiles para valorar este intangible. El modelo utiliza el precio de las acciones como base para evaluar el valor del activo de la marca. Asume que los mercados son racionales y que ajustarán el precio de la compañía para reflejar valores futuros de la marca, de esta manera, al emplear

medidas objetivas de mercado permite efectuar comparaciones a lo largo del tiempo y entre empresas. A tal efecto, se diferencia entre los activos tangibles e intangibles que integran el balance. Los activos tangibles se valúan por su costo de reposición. El diferencial entre la capitalización bursátil (precio por número de acciones) y los activos tangibles se discrimina en tres categorías: Valor de la marca; Valor de otras ventajas competitivas respecto a la competencia (p. ej. Investigación y desarrollo, patentes, entre otros) y Factores específicos de mercado que permiten situaciones de competencia imperfecta (p. ej. regulaciones).

3.2.3.- Método basado en beneficios económicos pasados y futuros.

Este modelo se subdivide en: capitalización de ganancias históricas; diferenciales de beneficios brutos; beneficios extraordinarios y; calculo de ahorro en regalías.

El método de capitalización de ganancias históricas, determina el valor del activo intangible al multiplicar las ganancias históricas por un múltiplo. Este múltiplo debe ser determinado al evaluar el intangible de acuerdo a algunos factores como la dirección de la empresa, la cuota de mercado, la internacionalidad, la tendencia de la rentabilidad, etc. La debilidad de este método es que solo considera la capacidad de generación de ganancias en el pasado, sin considerar que pueda suceder en el futuro.

El método de diferenciales de beneficios brutos se relaciona con valoración de marca. En este se realiza una comparación de los precios de ventas entre productos con marcas y productos sin marcas, generando un ajuste en la diferencia de costo a fin de determinar solo diferencia en precio de ventas.

El método de beneficios extraordinarios determina la rentabilidad de los activos tangibles y cualquier rentabilidad adicional la considera como extraordinaria, generada por la propiedad intelectual. La debilidad de este método no puede ser aplicado a más de un activo a la vez.

El método de cálculo de ahorro de regalías considera cuanto un comprador estaría dispuesto a cancelar por un elemento semejante al de la propiedad

intelectual. El problema es encontrar a un comprador dispuesto a adquirir un producto semejante a nuestro activo.

Como se puede observar los métodos de beneficios económicos pasados y futuros tienen algunas debilidades que restringen su utilización.

3.2.4.- Modelo Navigator de Skandia

Este modelo desarrollado por Lief Edvinson señala que la diferencia entre el valor contable de una empresa y su valor de mercado, se debe a una serie de activos intangibles que no figuran en los estados financieros, pero sí generan valor y beneficios futuros.

El modelo se basa en capital financiero y capital intelectual. En este último se considera el capital humano y el estructural. El capital humano como se menciona en el capítulo anterior, está compuesto de los conocimientos, destrezas, habilidades que poseen las personas que integran la empresa. El capital estructural se compone de los clientes, procesos, y capacidad e innovación.

Este método considera que el valor de la empresa se encuentra dado por su capital financiero histórico y su capital intelectual presente y futuro. Se centra en la capacidad para crear valor sostenible dirigido hacia una visión y estrategias, realizando actividades claves en las áreas antes mencionadas.

La debilidad de este modelo es que su resultado se centra en la determinación y gestión de los activos intangibles que generan valor a la empresa, sin embargo la valoración de estos no es cuantitativa, por tanto no es objetiva. Por otra parte el modelo mide los elementos antes mencionados (capital financiero, capital humano, capital estructural) de manera independiente, sin considerar la interrelación y sinergia que se genera entre ellos. Ejemplo de lo anterior, las interrelaciones de las áreas de enfoque; el capital intelectual está compuesto por el capital humano y el capital estructural; y éstos se interrelacionan, ya que el capital humano desarrolla en capital estructural y mientras mejor sea en capital estructural, existirán mejores condiciones para el desarrollo del capital humano. Se puede concluir que el valor generado por la empresa no proviene de las distintas

áreas de enfoque, sino de la interacción de todos ellos y no importa que una organización sea fuerte en uno o dos factores, si los demás son débiles, porque de esta forma la organización no tiene el potencial de convertir el capital intelectual en un valor comparativo, es decir, en fuente de generación de valor.

3.2.5.- Modelo Intellectual Assets Monitor

Este modelo fue desarrollado por Karrl Erik Sveiby y al igual que el modelo anterior se basa en explicar la diferencia de valor libro de una empresa con su valor de mercado, sin embargo en éste se sostiene que esta diferencia se debe a que los inversionistas generan sus propias perspectivas de flujos de caja futuro ya que saben de la existencia de los intangible.

El autor desarrolla tres elementos que explican el valor de los intangibles: las competencias de las personas (planificación; educación; experiencia; know how; habilidades; actitudes; etc); la estructura interna (generación de procedimientos; sistemas de información; cultura organizacional; etc) y, estructura externa (relación con clientes y proveedores).

Adicionalmente en cada una de estos elementos considera tres factores: crecimiento e innovación; eficiencia; y estabilidad.

Con estos 3 elementos y 3 factores genera un mapeo donde busca indicadores que relacionen estos factores y elementos.

Al igual que el modelo Navigator de Skandia, el resultado que genera este modelo son indicadores que guían el actuar de la empresa hacia las estrategias establecidas, sin generar un valor cuantitativo de los intangibles.

Adicionalmente a lo anterior, la principal crítica a este modelo, se puede decir, que trata de objetivar elementos que por su naturaleza son subjetivos; luego, como todo modelo, es una representación de la realidad y cumple con la virtud de llevar a comunes denominadores los intangibles, a través de los indicadores del monitor de intangibles, facilitando su comprensión y comparabilidad. Los indicadores son básicamente no monetarios y su interpretación es válida, para valorizar una

empresa desde una perspectiva no financiera. Este modelo se puede aplicar a todo tipo de empresas, ya que todas las empresas poseen las tres estructuras del modelo (Competencias, Estructura Interna y Estructura Externa) y es importante adaptar el modelo a la realidad de la empresa definiendo primeramente el propósito del modelo y vinculando siempre los índices la relación causa efecto.

3.2.6.- Modelo Balanced Scorecard (KAPLAN Y NORTON, 1996)

Este modelo fue desarrollado por Kaplan y Norton y consiste en una serie de indicadores financieros y no financieros que miden la gestión en los resultados de las empresas.

Se trabaja en cuatro perspectivas de generación de valor: perspectiva financiera; perspectiva clientes; perspectiva procesos y; perspectiva aprendizaje. Su desarrollo se efectúa en base a las relaciones causa-efecto que tienen las perspectivas antes mencionadas, partiendo de la base que los buenos resultados financieros se deben a la fidelidad de los clientes, la que se obtiene por medio de los buenos procesos o procedimientos internos que maneja la empresa y a los empleados motivados y capaces con que cuenta la empresa.

Los objetivos planteados en cada una de las perspectivas deben estar orientados hacia la visión y misión de la empresa.

Con respecto a las ventajas del modelo de Kaplan y Norton, se puede deducir que al traducir la estrategia de la empresa en indicadores financieros y no financieros, facilita su comprensión y es un medio de evaluación del desempeño; aunando los esfuerzos de la dirección en pro de ciertos objetivos críticos. Este modelo se puede aplicar a todo tipo de empresas, como así también a cada una de las áreas funcionales de una organización. Al comparar los planes de la empresa con los resultados obtenidos, ayuda a la dirección a evaluar y ajustar tanto la estrategia a seguir como los planes de acción. A nivel de riesgo, es importante la buena elección de los índices seleccionados, ya que si no es así, el modelo pierde una de sus principales cualidades: traducir adecuadamente la estrategia de la

empresa. Si no se cumple con la condición anterior todos los esfuerzos realizados por la organización serían en vano.

Las debilidades de este modelo, son por una parte la generación de indicadores apropiados, ya que en caso contrario el trabajo sería en vano; y, sus resultados son útiles para comparar los planes de la empresa con los resultados obtenidos, evaluándolos y ajustándolos hacia la consecución de los objetivos y la construcción de activos intangibles generadores de valor, sin embargo tal como los modelos antes mencionados, ninguno de ellos nos brinda el valor de los intangibles.

3.2.7.- Modelo Technology Broker.

Este modelo fue desarrollado por Annie Brooking y parte del mismo concepto del modelo de Skandia, es decir el valor de mercado es la suma del capital financiero y el capital intelectual.

En este caso los intangibles son clasificados en Activos de mercado (aquellos que generan una ventaja competitiva en la industria, tales como marca, nombre empresa, cartera clientes, etc); Activos de propiedad intelectual (patentes, derechos de diseño, copyrights, etc); Activos Humanos (educación, formación profesional, habilidades, etc); y activos de infraestructuras (tecnologías, procesos, cultura organizacional, etc).

Al igual que el modelo de Skandia, este método solo llega a la generación de indicadores cualitativos.

3.2.8.- Modelo Intellect (Euroforum)

Este modelo pretende acercar el valor de la empresa explicito a su valor de mercado, como también informar sobre la capacidad de la empresa para generar resultados sostenibles, mejoras constantes y crecimiento a largo plazo.

Las características de este modelo son: relacionar el capital intelectual a la estrategia de la empresa; es un modelo a personalizar por cada empresa; es

abierto y flexible; mide los resultados y los procesos que los generan; considera una visión sistémica y; combina distintas unidades de medida.

La estructura del modelo considera: -Bloques (agrupación de activos intangibles de acuerdo a su naturaleza, tales como capital humano; capital estructural; capital relacional).- Elementos (corresponde a los activos intangibles que se encuentran en cada bloque). – Indicadores (es la forma de medir y evaluar a los activos).

Adicionalmente el modelo considera 4 dimensiones: - Presente/Futuro (mide los activos en el presente y por sobre todo en el futuro, considerando su potencial de desarrollo). – Interno/Externo (considera a una organización abierta donde interactúa el capital humano y sus clientes y proveedores). – Flujo/Stock (no solo considera el capital intelectual en un momento del tiempo dado, sino considera un proceso de conversión de capital intelectual). – Explicito/Tácito (No solo considera los conocimientos transmisibles sino también los personales, subjetivos y difíciles de compartir)

3.2.9.- Modelo de Capital Intelectual

Este modelo fue desarrollado por Drogonetti y Ross, se centra en que el valor de la empresa se conforma por el capital financiero y el capital intelectual. El capital intelectual se divide en capital humano (subdividido en competencias; actitud y; Agilidad); y capital estructural (subdividido en relaciones; organización y; renovación y desarrollo).

Se considera además que existen flujos de capital intelectual que relacionan los distintos componentes del modelo, lo cual mayor información que si se consideraran su valor por separado.

El planteamiento de este modelo es generar un índice único de capital intelectual que entregue información suficiente para la toma de decisiones. Este índice se debe constituir por cada uno de los indicadores generados de los elementos mencionados en el párrafo anterior, cada uno de ellos con una importancia relativa.

3.2.10.- Modelo Basado en Competencia (enfoque financiero).

Este modelo fue desarrollado por los miembros del Danish Trade and Industry Development Council y se basa en el conocimiento como factor de competitividad de la empresa. El modelo clasifica los activos intangibles en interno, humano y racional; posteriormente cuestiona cada uno de estos en base a que hace en la empresa y que es lo que produce. Una vez que se ha determinado que es lo que hace, se determinan los gastos asociados a las acciones realizadas para generar un beneficio futuro para la empresa, relacionado con la competencia.

Para realizar esta medición, se debe tener identificado los activos intangibles, y los efectos que tienen dentro del desempeño de la organización.

El problema de este método de valoración es que solo considera la competencia conocimiento, dejando de lado otras competencias que son generadoras de intangibles.

3.2.11.- Modelo Cálculo de Valor Intangible- CIV (enfoque financiero)

Este modelo se genera a partir de un estudio realizado por Evanston Business Investment Corp.

Para encontrar los bienes que crean valor adicional al intangible, se adaptó el método de valoración de marca (valoración por diferencial de beneficios brutos) y su diferencial se aplicó como valor de intangible por medio de la capacidad de las empresas para superar a la competencia media que posee bienes tangibles similares.

Este método parte tomando las utilidades antes de impuestos y los activos tangibles de los últimos 3 años; luego calcula el ratio de rentabilidad promedio de activos tangibles. Posteriormente determina la rentabilidad promedio de los activos tangibles (ROA) de la competencia promedio para el mismo plazo. Calcula la diferencia de estos dos valores (empresa e industria) y descuenta impuesto sobre ingresos (tasa promedio últimos 3 años). Finalmente el valor obtenido (diferencial

de rentabilidad neta) lo trae a valor presente dividiendo por la tasa de costo capital de la empresa.

El resultado obtenido del punto anterior, corresponde a la habilidad de la empresa para usar los activos intangibles en comparación a la industria; también se dice que es el costo que tiene que incurrir la competencia para crear los intangibles de la empresa.

La debilidad de este modelo es que utilizando el método para valorar “Marca” determina el valor de los intangibles, sin poder especificar el valor de cada uno de los activos.

3.2.12.- Método de Valoración de Interbrand

Interbrand valora la marca multiplicando los ingresos diferenciales de la marca por un múltiplo. Este múltiplo es obtenido cuantificando los factores que, de acuerdo con Interbrand, determinan la fuerza de la marca.

Por otra parte los ingresos diferenciales corresponden a la estimación de los flujos de caja futuros de la empresa y de la marca, descontados a una tasa de descuento acorde con el costo de capital de la empresa.

Los factores de la fortaleza de la marca son siete, los cuales son ponderados para llegar al múltiplo; y se describen a continuación.

Liderazgo: Una marca líder tiende a ser más estable y poderosa. Implica economías de escala en distribución y comunicación, así como menor necesidad de competir vía precios.

Estabilidad: Marcas con presencia de años en el mercado y altos niveles de lealtad de sus clientes, generalmente convierten su identidad en parte de la cultura de la misma sociedad y obtienen por esta vía mayor poderío.

Mercado: Se contemplan las dimensiones volatilidad y crecimiento. Marcas en mercados más estables son consideradas más valiosas que las marcas en mercados con mayor vulnerabilidad al cambio. En una segunda dimensión, cuando los mercados en los que compete la marca son crecientes y de tamaño

considerable, son tendencialmente máspreciadas por el potencial de desarrollo que ello implica.

Internacionalidad: Una marca tiene mayor poder gracias a su status global. La presencia mundial proporciona economías de escala en producción y marketing, y protección adicional respecto de variaciones bruscas en los distintos mercados.

Tendencia: Perspectiva a largo plazo y análisis de la capacidad para acompañar las necesidades y deseos de los consumidores. Además, se analizan posibles reacciones de la competencia, competidores potenciales y productos sustitutos.

Apoyo: El soporte de gestión e inversión hacia la marca. Marcas con fuertes inversiones, continuidad y coherencia en las mismas, generan más valor.

Protección: Cobertura jurídica y protección legal de la marca.

El índice de fortaleza de la marca se obtiene de la suma total de la valoración de cada dimensión. Para determinar el valor de cada dimensión es necesario estimar la ventaja competitiva de la marca en cada una de ellas, ya que pueden representar una ventaja competitiva diferente en función de la categoría de producto o tipo de mercado. Así, se reflejará un factor multiplicador relativamente alto cuando existan fortalezas en las dimensiones más importantes y cuando esas fortalezas sean explotadas como protegidas. Finalmente, este factor se constituye un múltiplo de la rentabilidad neta promedio (los últimos 5 años), obteniendo así la valuación del capital de marca. La siguiente formula es la que resulta de lo mencionado anteriormente.

$$\text{Valor Marca} = \text{Múltiplo} \times \sum_i^n \frac{\text{Rentabilidad} \cdot \text{neta}}{n-i}, \text{ donde } i \text{ es el primer año y } n \text{ el}$$

último año.

Aún cuando este es un método de valoración muy complejo, las principales desventajas que tiene se relaciona con el grado de subjetividad en la definición de puntuaciones máximas de las fortalezas; y la ausencia de medidas actitudinales del consumidor y niveles de recordación.

3.2.13.- Método Brand Finance plc

Este modelo fue desarrollado por la consultora británica del mismo nombre, este se basa en la determinación de los flujos de caja futuros que se espera generara la marca. El proceso es similar a la de Interbrand, se centra en los flujos de caja esperados atribuibles únicamente a la marca, descontando los costes de utilización de los activos tangibles necesarios para la comercialización de la marca. Como resultado, se obtienen los beneficios atribuibles al total de activos intangibles de la empresa, de los cuáles habrá que determinar aquellos ligados directamente a la marca en cuestión. A los beneficios brutos de la marca se le descuentan los impuestos a pagar, con el tipo impositivo vigente en cada país. Estos beneficios netos se calculan para 5 o 10 años, a un tipo interno de rentabilidad dado, ajustado por un factor de riesgo de la marca, calculando finalmente el valor actual neto, que representará el valor de la marca.

Para generar los flujos futuros se realiza un análisis del mercado, identificando las variables macroeconómicas, financieras, competitivas que afectan a la marca.

Una vez estimados los beneficios brutos, éstos deben ser depurados, por lo que habrá que restarles los costes atribuibles a los activos necesarios para producir las ventas de la marca. La asignación de estos costes de activos fijos y financieros deben calcularse también en función de los segmentos geográficos, clientes y categorías de producto donde se comercialice la marca. Una vez asignados los diferentes costes y sus previsiones y descontados los impuestos a pagar, se llega a los benéficos netos atribuibles a todos los intangibles relacionados con las ventas de la marca. Este dato es el punto de partida para la valoración específica de la marca. A partir de aquí, habrá que calcular la proporción de estos ingresos derivados exclusivamente de la marca objeto de estudio.

Para llegar a este cálculo, Brand Finance plc. utiliza una metodología, registrada como propiedad intelectual, denominada *Brand Value Added-BVA*, que calcula un

índice de valor añadido de la marca. El objetivo es identificar en qué medida la marca contribuye a la demanda de su producto.

En primer lugar, se identifican los principales factores determinantes de la demanda y su importancia relativa, a través de un análisis de coste de oportunidad, utilizando estudios de mercado cuantitativos y cualitativos (paneles de consumidores) y técnicas estadísticas como el análisis conjunto. De esta forma, se calcula la contribución de la marca a la decisión de compra en una categoría dada.

Una vez calculado el valor añadido neto de la marca, se calcula en qué medida estos flujos son ciertamente esperados, es decir, el riesgo que soporta la marca en sus mercados respectivos. El valor de marca no solamente debe reflejar el potencial de ésta para generar ingresos, sino también la probabilidad de que estos ingresos se materialicen con certeza. Por lo tanto, esta metodología determina la tasa de descuento que debe aplicarse a los flujos de caja derivados de la explotación económica de la marca, tasa que debe tener en cuenta los riesgos económicos y comerciales ligados a la marca. Para ello, Brand Finance ha desarrollado una metodología basada en la teoría de inversiones, denominada “*BrandBeta Análisis*”.

Para este cálculo, se considera el tipo de interés preferencial para préstamos sin riesgos, a 10 años, en el mercado donde se esté valorando la marca. Este tipo se ajusta por la prima de riesgo sobre el capital, que viene a ser las ganancias medias del mercado de capitales sobre el tipo de interés preferencial. Esta prima se obtiene fácilmente de los analistas financieros y en las bolsas de valores y viene a reflejar las rentabilidades esperadas por los inversores en esos mercados. El tipo de descuento resultante se ajusta por el riesgo inherente al sector específico en el que la marca objeto de valoración opera (*Beta sectorial*). Finalmente, la prima de riesgo media del sector se incrementa o disminuye en función del perfil específico del riesgo de la marca. Este riesgo estará en función de las fortalezas de la marca en dicho sector. Brand Finance lo valora analizando la fortaleza de la marca y de las marcas competidoras a partir de 10 criterios que entiende representan buenos indicadores de riesgo, y para los cuáles se dispone

de información en el mercado. Las marcas son evaluadas en relación a las otras marcas, para llegar así a lo que BrandFinance denomina el *Beta* de la marca (*BrandBeta*). La puntuación obtenida determina en qué medida el tipo de descuento específico de la marca debería estar por encima o por debajo del tipo medio del sector industrial o mercado geográfico en el que la marca opera.

3.2.14.- Método de Damodaram

Damodaran (2001) propone una alternativa al modelo de Simon y Sullivan (1993) descrito anteriormente, permitiendo internalizar el análisis en cada industria evaluando a las distintas empresas competidoras. Damodaran (2001) afirma que uno de los beneficios de tener una marca respetada y reconocida es que las compañías pueden cobrar mayores precios por los mismos productos, generando mayores márgenes de rentabilidad y aumentando la relación precio/ventas y el valor de la firma. En ese sentido, lo que se intenta exponer es que cuanto más importante sea el premio en el precio que una empresa pueda cobrar, mayor será el valor de su marca. Bajo este supuesto, el valor de una marca se expresa en la siguiente ecuación:

Ecuación formula Ratio Value/Sales

$$\text{Valor de la marca} = [(V/S)_B - (V/S)_g] \times \text{Ventas}$$

Donde $(V/S)_b$ = Value/Sales ratio de la compañía con beneficio de la marca.

$(V/S)_g$ = Value/Sales ratio de la compañía con producto genérico (sin marca)

Una ventaja de la propuesta del Value/Sales ratio, en adelante V/S, sobre el modelo bursátil de Simon y Sullivan (1993) es que permite realizar estimaciones a distintos niveles de crecimiento. Sin embargo, la desventaja de este modelo es

que no todos los mercados cuentan con productos genéricos comparables y aunque contaran con ellos, los atributos físicos como diseño y calidad seguramente formarán parte de lo que se atribuye como premio en el precio, dificultando la obtención del valor de la marca.

El cálculo de V/S es el siguiente:

$$V / S = ATOM \left[\frac{(1 - RRhg)(1 + EG) \left[1 - \frac{(1 + EG)^n}{(1 + WACC)^n} \right]}{WACC - EG} + \frac{(1 - RRsg)(1 - EG)^n (1 + SGR)}{(WACC - SGR)(1 + WACC)^n} \right]$$

Donde:

RRhg: tasa de reinversión de utilidades en períodos de alto crecimiento. Puede obtenerse de información histórica de la compañía o, lo que es mejor, de datos proyectados internamente.

EG: crecimiento esperado. Surge de multiplicar el ROC (Return on Capital) por el RRhg.

RRsg: tasa de reinversión en períodos de crecimiento moderado.

SGR: tasa de crecimiento estable. Se estima este valor de crecimiento para el largo plazo, generalmente como un indicador promedio del crecimiento de la economía.

N: Cantidad estimada de períodos de alto crecimiento.

3.2.15.- Método de Flujo Efectivo Descontado

Este es el método más holístico de valoración. En este método, las ganancias y flujos de efectivo futuros deben ser evaluados y descontados a una o varias tasas de actualización a fin de traer al valor presente. La ventaja es que se considera el valor del dinero en el tiempo, por tanto un peso del futuro no vale lo mismo hoy.

Para desarrollar el flujo de efectivo descontado se debe analizar el entorno operativo al activo y se deben considerar las condiciones del mercado, el posible rendimiento y potencial de un activo, el valor cambiante del dinero en el tiempo, los gastos y ganancias asociados a la empresa o activo y el valor residual de éste. En cuanto al valor residual, es importante considerar la vida útil del activo y su depreciación o amortización, ya que existen activos intangibles como los derechos de autor que tienen una vigencia y, sería incorrecto considerar un valor residual superior a los años de vida útil restantes de lo real, ya que se estaría sobrevalorando el activo.

Para determinar la tasa de costo de capital a la cual se deben descontar los flujos, también existe una serie de métodos tales como, el sentido común, el método acumulativo, los patrones de aumento de dividendos, y el método de valoración de activos de capital (CAPM). En casos de valoración por flujo de efectivo descontado, normalmente se utiliza el CAPM.

En el caso de la aplicación del método de flujo de caja en la valoración de marcas, lo que se intenta es realizar una estimación de los flujos de caja (*cash flows*) futuros de la marca, descontarlos al costo de capital de la compañía y finalmente aplicarle un factor multiplicador (Murphy, 1989).

La secuencia propuesta se puede resumir de la siguiente manera: Determinar el flujo de fondos originado actualmente por la marca, neteando los activos tangibles y los ingresos generados por ellos del cuadro de resultados de la empresa. Se recomienda partir de un promedio de los últimos 3 o 5 años como una forma de reflejar con mayor objetividad el verdadero curso del negocio.

Proyectar el promedio obtenido por n períodos (convencionalmente se asume entre 5 y 10 años) agregando a dichos flujos las presunciones sobre el

comportamiento del mercado y la estrategia de la marca. Resulta útil en este punto partir de un Plan de Marketing Estratégico a largo plazo (si es que la compañía cuenta con uno para la marca) e incluir además factores de orden macroeconómicos como la evolución de la tasa de inflación y el tipo de cambio.

Considerando que, las marcas seguirán existiendo luego del último período proyectado, es recomendable incorporar como flujos de caja terminales una “renta perpetua” y que no es más que el último flujo positivo proyectado sobre la tasa de descuento (o de corte) y descontada hasta el presente por la misma tasa.

3.3.- Principales ventajas y desventajas de los métodos presentados

Como se ha podido observar en los puntos anteriores, existe una gran cantidad de metodologías que han sido utilizadas en estudios previos para valorar activos intangibles, muchos de estos modelos sólo entregan resultados cualitativos que son utilizados como guía de la gestión que está realizando la empresa en cuanto a su estrategia. Otros modelos han entregado resultados cuantitativos que han permitido a las empresas obtener valores de sus distintos intangibles, sin embargo parte de la metodología que utilizan se basa en información subjetiva.

Teniendo presente lo anterior, y con objeto de establecer claramente la inconveniencia de los modelos presentados, para efectos de nuestro objetivo de análisis de valoración de intangibles para las Tiendas por Departamento, y específicamente para la empresa Falabella, se presenta un resumen de tales deficiencias, y ello de acuerdo a lo siguiente:

Método basado en Costos, éste presenta el inconveniente de que no necesariamente refleja el valor actual, dado que no toma en consideración la calidad o resultado obtenido sino solamente la cantidad. Método basado en el Mercado, al igual que en el método anterior, se tiene que tener presente, que debe existir información de que no es el único activo que existe y, que se efectúan suficientes transacciones que permitan comparar su valor. Como se sabe, el mercado Chileno es muy poco profundo, siendo muy complicado encontrar

información de transacciones de activos tangibles, por cuanto el buscar información de activos intangibles es prácticamente imposible. Método basado en beneficios económicos pasados y futuros., como debilidad de este método, es que sólo considera la capacidad de generación de ganancias en el pasado, sin considerar lo que pueda suceder en el futuro. Modelo Navigator de Skandia , el inconveniente de éste, es que su resultado se centra en la determinación y gestión de los activos intangibles que generan valor a la empresa, sin embargo la valoración de éstos no es cuantitativa, y como ya se mencionó ésta no es objetiva. Además dicho modelo mide los elementos antes mencionados (capital financiero, capital humano, capital estructural) de forma independiente, y en ello no se considera la interrelación y sinergia que se genera entre ellos. Modelo Intellectual Assets Monitor. similar al modelo precedente, ya que el resultado que genera éste son indicadores que guían el actuar de la empresa hacia las estrategias establecidas, sin generar un valor cuantitativo de los intangibles. Modelo Balanced Scorecard, los inconvenientes de este modelo son por una parte la probabilidad de generación de indicadores apropiados, ya que en caso contrario el trabajo sería en vano; y, sus resultados son útiles para comparar los planes de la empresa con los resultados obtenidos, evaluándolos y ajustándolos hacia la consecución de los objetivos y la construcción de activos intangibles generadores de valor, sin embargo tal como los modelos antes mencionados, ninguno de ellos nos brinda el valor de los intangibles. Modelo Technology Broker. similar al modelo de Skandia, ya que éste sólo llega a la generación de indicadores cualitativos. Modelo Basado en Competencia (enfoque financiero). el cual sólo considera la competencia conocimiento, dejando de lado otras competencias que sí son generadoras de intangibles. Modelo Cálculo de Valor Intangible- CIV (enfoque financiero). la debilidad de este modelo es que utilizando el método para valorar “Marca” determina el valor de los intangibles, sin poder especificar el valor de cada uno de los activos. Método de Valoración de Interbrand , si bien es cierto éste es un método de valoración muy complejo, las desventajas que tiene se relacionan con el grado de subjetividad en la definición de puntuaciones máximas de las fortalezas; y la ausencia de medidas actitudinales del consumidor y niveles de

recordación. Método de Damodaram, éste presenta la desventaja de que en su aplicación, no considera que no todos los mercados cuentan con productos genéricos comparables y aunque contaran con ellos, los atributos físicos como diseño y calidad seguramente formarán parte de lo que se atribuye como premio en el precio, dificultando la obtención del valor de la marca.

3.4.- Justificación del modelo a presentar

Teniendo presente las desventajas y la escasa viabilidad de los modelos presentados, que den sustento para una debida valoración de los activos intangibles para las Tiendas por Departamento, y de acuerdo a lo establecido en la NIC 38, que establece que para cumplir con la definición de intangible, es probable que los beneficios económicos futuros que se han atribuido al mismo fluyan a la entidad, y el coste del activo pueda ser valorado de forma fiable. Explícitamente se contempla en la norma que no son activables como inmovilizado inmaterial (intangible), los gastos de establecimiento, los gastos de puesta en marcha, los gastos de formación del personal, los gastos de publicidad, ni los gastos por reestructuración de parte o de la totalidad de la entidad, al cual se refieren gran parte de los modelos que no calificarían, según lo ya señalado.

En base a ello, se considera que el método que técnicamente presentará de mejor manera la adecuada valoración de los activos intangibles para la empresa Falabella en estudio, es el Método de Flujos de Efectivo Descontado, y ello que éste tiende a verse menos influenciado por las condiciones del mercado, y pretende medir el valor de la empresa en términos absolutos. Es un método dinámico, multi-periódico, que tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, además es un método de valoración bastante sofisticado, el cual toma en consideración variables claves del negocio, tales como el flujo de caja futuro, el crecimiento y el riesgo. Con suposiciones precisas el método de valoración propuesto resultaría en mejores estimaciones que cualquier valoración relativa, como se plantean en los otros métodos ya referidos. Además ha quedado claro que la valoración a través de los múltiplos carece de solidez desde el punto de

vista del análisis de inversiones, además de por lo señalado anteriormente, dicho modelo valora las empresas de forma indirecta en función del valor de sus competidoras y no de su capacidad generadora de recursos financieros líquidos. Dicha metodología no considera las características particulares de cada empresa en particular, ni tiene en cuenta la forma en que las inversiones en activos intangibles (como, por ejemplo, el coste de adquirir clientes) repercuten en la cuenta de resultados más bien que en el balance de situación.

CAPÍTULO IV:

APLICACIÓN CASO EN ESTUDIO

Tal como se menciona en el capítulo I, el desarrollo de la presente Tesis se realizará en base a la empresa Falabella (Tiendas por Departamento). La valoración de los activos intangibles de la empresa, se realiza por medio de la aplicación de Flujos de Caja descontados, lo cual se ajusta a las exigencias de la NIC 38, en el sentido de que los activos intangibles deben ser identificables y generar flujos futuros.

A continuación se revisará el desarrollo de la metodología, donde entre otras actividades se determina el flujo de caja proyectado; la tasa de descuento; el valor de la empresa y; el valor de los activos intangibles, parte fundamental de este estudio.

4.1.- Flujo de Caja proyectado Descontado Empresa Falabella Tiendas por Departamento

Para la generación del flujo de caja proyectado de la empresa, se utilizan los estados financieros de los años 2002 al 2006 (Anexo 1) valorados a diciembre del año 2006.

En el balance se puede observar que los activos circulantes representan en promedio más del 70% de los activos totales de Falabella, presentándose los

mayores montos en las cuentas de existencia y cuentas por cobrar a empresa relacionada. En cuanto a los activos fijos, en el año 2004 se presenta una disminución, la cual afecta a su vez al patrimonio de la empresa, producto de un aporte realizado en activos fijos a una de sus empresas relacionadas.

En relación al estado de resultados, se observa que el margen de explotación es de aproximadamente un 27% y los gastos de administración y ventas representan en promedio un 24% de la venta. Por último la rentabilidad líquida se ha movido entre un 5% y un 2,6%.

Con los estados financieros (Balance General y Estado de Resultados) se procede a generar análisis financieros de tipo vertical, horizontal y ratios (Anexo 2), a fin de identificar las variaciones generadas entre los distintos años, y las participaciones de las cuentas respecto a los totales de cada informe (total activo y ventas). Del análisis se puede destacar que la liquidez corriente en los cinco años se ha mantenido en torno a 2 veces, al revisar la competencia, se observa que Ripley presenta 2,07 veces en promedio los últimos 2 años. En cuanto a la deuda, Falabella presenta una razón de endeudamiento el último año de 37,3%, valor más bajo que lo presentado por Ripley en los últimos dos años (46,6%). El bajo endeudamiento se debe a que la deuda de Falabella básicamente la comprende las cartas de crédito emitidas para el pago a sus proveedores extranjeros. En relación al rendimiento del patrimonio y activo, se puede observar que han aumentado en relación al año 2002 desde un 9,6% a 13,3% y 6,6% a 8,4% el patrimonio, respectivamente. Por último, el flujo de caja libre en los últimos cuatro años, se representa por un valor entorno al 1% de las ventas.

Una vez analizados los estados financieros históricos y la situación actual de la empresa, se establecen los siguientes indicadores de proyección, los que se explican a continuación:

Cuadro 1

Variables Proyección EERR - Flujo Caja Libre	
Indices	Porcentajes
Crecimiento Ventas ¹	8,00%
Crecimiento perpetuo	2,25%
Costo Ventas ²	72,80%
GAV ³	23,00%
Comisiones	0,79%
Ingresos Financieros	0,06%
Otros Ingresos Fuera la explotación	0,43%
Gastos Financieros	0,15%
Otros Gastos fuera Explotación	0,30%
Seguros de Cambio	0,03%
Incorporación Capital de Trabajo	0,10%
Tasa Impuesto	17,00%
Tasa Dividendo	41,00%

Fuente: Propia en base a análisis financieros.

- Dado el crecimiento de las ventas registrados en los últimos años se ha proyectado un crecimiento para el año 2007 y 2008 de un 8%, a contar del año 2009 se estima que el crecimiento presentará una disminución, proyectando un crecimiento para el año 2009 de un 6,5%, disminuyendo medio punto porcentual cada año, hasta llegar al año 2011 a un 5,5%. Finalmente se determina una tasa de crecimiento perpetuo de un 2,25%, con lo cual puede cubrir el crecimiento y la inversión en activos fijos (reposición).
- El costo de ventas se ha podido observar bastante estable en los últimos cinco años, por lo que se estima un costo de venta proyectado de un 72,80% sobre las ventas. Sin embargo se considera que este porcentaje puede disminuir con una mejora de gestión de los márgenes, ya que es bastante elevado el actual costo. De esta forma se incorpora una reducción del costo de un cuarto de punto porcentual anualmente, hasta llegar al año 2011 a un 71%.

¹ Este crecimiento es sostenible en los años, ya que la empresa actualmente se encuentra con una cobertura geográfica nacional en prácticamente todas las Ciudades, por tanto a contar del tercer año proyectado disminuirá el crecimiento en medio punto porcentual.

² Se estima una disminución de los costos de explotación de un cuarto de punto porcentual cada año, ya que los costos se encuentran bastante alto y a contar del 2007 se implementará gestión sobre este resultado.

³ Al igual que en el caso de los costos de explotación, se considera la implementación de una estrategia de reducción de GAV, que permite disminuir en un cuarto de punto porcentual anualmente este tipo de gastos.

- Los gastos de Administración y ventas (GAV), al igual que los costos de ventas, en los últimos cinco años se han mostrado estables, por lo que se proyecta un GAV para el año 2007 de un 23% sobre las ventas. En este caso también se considera la implementación de una estrategia de gestión de disminución de gastos, incorporando una disminución de un cuarto de punto porcentual anualmente, para llegar al año 2011 a un GAV de un 22% sobre las ventas.
- Para la proyección de los ingresos financieros, Otros ingresos fuera de explotación, Otros gastos fuera de explotación y, seguros de cambio; se utiliza el valor promedio de los últimos cinco años de la participación de estos gastos sobre las ventas (estos valores se pueden observar en el análisis vertical del estado de resultados).
- Los gastos financieros se proyectan en un 0,15% sobre las ventas, valor inferior al promedio de los últimos cinco años. Este valor se determina producto que los gastos financieros han estado disminuyendo constantemente (pasan de un 0,26% en el año 2002 a un 0,07% en el año 2006); dado lo anterior se podría haber tomado solo el valor del último año, sin embargo se considera no recomendable ya que la caja ha presenciado una disminución y podría llegar a incurrir en financiamientos de corto plazo aumentando los gastos.
- Para determinar la variación del capital de trabajo, se utiliza la relación Variación capital de trabajo / Ventas de los últimos cuatro años, la cual entrega un promedio de 0,11%.
- La tasa de dividendos pagados en los últimos años es de un 41%, se considera que la empresa no generará cambios de políticas de dividendos, manteniendo esta tasa constante para la proyección.

Continuando con la determinación de los indicadores de proyección, se procede a determinar la incorporación de activo fijo, depreciación, corrección monetaria y Patrimonio.

Para determinar la incorporación de activos fijos y depreciación proyectada (Cuadro 2), se consideraron los siguientes puntos:

- Se aplica una depreciación a los activos originales del 15% del valor total del activo fijo del año 2006, con esto se obtiene un valor de depreciación de activos actuales semejante al valor que se presenta en los estados financieros de los últimos cinco años. De esta forma se mantiene la depreciación histórica.
- Tasa de reinversión de un 15%, con lo cual se logra reponer el activo fijo que anualmente se deprecia. Esta tasa es aplicada en una primera instancia al activo fijo final del año 2006, y luego a los activos fijos iniciales de cada año.
- La depreciación de los activos fijos de Falabella la empresa la efectúa en 12 años. Por tanto a la incorporación de nuevos activos se aplica este período, obteniendo la depreciación anual de los nuevos activos.
- Se estima una variación de IPC de 3,5% para cada uno de los siguientes cinco años, con lo cual se calcula la corrección monetaria de los activos fijos.

Cuadro 2

Determinación Incorporación Activo Fijo y Depreciación					
Tasa Reinversión AF	15%				
Años Depreciación	12				
	2007	2008	2009	2010	2011
IPC t-1	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Activo Fijo Inicial	70.204	71.784	73.636	75.807	78.353
original	-10.531	-10.531	-10.531	-10.531	-10.531
Fijo	10.531	10.768	11.045	11.371	11.753
activo fijo	-878	-897	-920	-948	-979
C.M Activo Fijo	2.457	2.512	2.577	2.653	2.742
Activo Fijo Final	71.784	73.636	75.807	78.353	81.339

Fuente: Propia

En la determinación del patrimonio y la corrección monetaria proyectada (cuadro 3) se consideran los siguientes puntos:

- La utilidad del ejercicio se determina del estado de resultados proyectados (Cuadro 4).

- Como se menciona anteriormente, los dividendos corresponden al 41% de la utilidad del ejercicio. Este valor se observa de los estados financieros históricos (Anexo 1)
- Para determinar la corrección monetaria del patrimonio, se multiplica el Patrimonio inicial (año anterior) por la variación de IPC proyectada para cada año.
- La corrección monetaria de la empresa corresponde a la diferencia entre la corrección monetaria del activo fijo menos la corrección monetaria del patrimonio.

Cuadro 3

Determinación Patrimonio y Corrección Monetaria					
	2007	2008	2009	2010	2011
Patrimonio Inicial	157.761	178.916	203.844	233.498	268.297
Utilidad del Ejercicio	26.497	31.637	38.170	45.130	52.456
Dividendos	-10.864	-12.971	-15.650	-18.503	-21.507
Corrección Monetaria	5.522	6.262	7.135	8.172	9.390
Aportes					
Patrimonio Final	178.916	203.844	233.498	268.297	308.637
Corrección Monetaria	-3.064	-3.750	-4.557	-5.519	-6.648

Fuente: Propia, en base a los estados de resultados.

Finalmente, con los indicadores de proyección obtenidos en los puntos anteriores, se genera el flujo de caja proyectado. Dado que todos los valores parten de las ventas, lo primero es proyectar las ventas en base a la venta del año 2006 (MM\$639.411) y las tasas de crecimientos ya mencionadas.

Al aplicar los indicadores de proyección de las otras cuentas al estado financiero del año 2006 y a las ventas proyectadas, se obtienen los valores futuros proyectados, que se observan en el siguiente cuadro.

Cuadro 4

Estado de Resultado Proyectado y Flujo de Caja Libre (Millones de pesos)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado de Explotación					
Ventas Netas	690.564	745.809	794.287	841.944	888.251
Costo de Ventas	-502.709	-540.712	-571.887	-601.990	-630.658
Margen Bruto	187.855	205.098	222.400	239.954	257.593
% Margen Bruto	27%	28%	28%	29%	29%
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-158.830	-169.672	-178.715	-187.333	-195.415
Comisiones	5.447	5.882	6.265	6.641	7.006
Margen Operacional	34.472	41.308	49.951	59.262	69.183
No Operacionales					
Ingresos Financieros	448	484	515	546	576
Otros Ingresos Fuera Explotación	2.969	3.207	3.415	3.620	3.819
Gastos Financieros	-1.036	-1.119	-1.191	-1.263	-1.332
Otros Egresos Fuera Explotación	-2.072	-2.237	-2.383	-2.526	-2.665
Corrección Monetaria	-3.064	-3.750	-4.557	-5.519	-6.648
Seguros de Cambio	207	224	238	253	266
Resultado no Operacional	-2.548	-3.191	-3.963	-4.889	-5.983
Resultado Antes de Impuesto	31.924	38.117	45.988	54.373	63.200
Impuesto a la renta	-5.427	-6.480	-7.818	-9.243	-10.744
Ultima Linea sin Emp. Relac.	26.497	31.637	38.170	45.130	52.456
Ajustes					
Gastos Financieros	1.036	1.119	1.191	1.263	1.332
Depreciación	11.408	11.428	11.451	11.478	11.510
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-10.864	-12.971	-15.650	-18.503	-21.507
Incorporación Activo Fijo	-10.531	-10.768	-11.045	-11.371	-11.753
Otros ingresos y egresos fuera explot.	-1.105	-1.193	-1.271	-1.347	-1.421
Corr. Monetaria	3.064	3.750	4.557	5.519	6.648
Ingresos Financieros	-448	-484	-515	-546	-576
Capital de Trabajo	-691	-746	-794	-842	-888
Valor Residual					457.375
Flujo Caja Libre	18.368	21.772	26.094	30.781	493.176

Fuente: Propia

4.2.- Tasa Descuento Empresa Falabella Tiendas por Departamento

Para la determinación de la tasa a la cual se procederá a descontar los flujos de caja libre de Falabella, se utiliza el modelo de Precio Promedio Ponderado (WACC). A pesar de que existen variados modelos de determinación de tasa de descuento, se utilizo el WACC ya que es un modelo normalmente utilizado en las valoraciones por medio de flujos de caja de la empresa (accionistas y bonistas).

Además este modelo nos permite aplicar variables económicas como la tasa libre de riesgo y el premio por riesgo a un flujo de información privado.

Como se sabe, el modelo antes mencionado se compone de:

$$Wacc = Kp\left(\frac{P}{V}\right) + Kb\left(\frac{B}{V}\right)(1 - Tc),$$

Donde,

Kp = Costo Capital.

(P/V) = Relación Patrimonio / Valor contable empresa.

Kb = Costo de la deuda.

(B/V) = Relación Deuda que paga intereses / Valor contable empresa.

Tc = Tasa impuesto a la renta.

Costo Capital

Para obtener el costo capital se utiliza $Kp = Rf + (E(Rm) - Rf)\beta$ en base al modelo de CAPM, donde:

Rf = Tasa libre de riesgo.

$(Rm - Rf)$ = premio por riesgo.

β = Riesgo Sistemático de la empresa.

Para el caso de Falabella, los valores asignados a la formula anterior son:

a) Tasa libre de Riesgo (Rf): La tasa libre de riesgo utilizada es la tasa de descuento de los bonos BTU a 20 años del Banco Central de Chile al 29 de diciembre de 2006. Información obtenida de la página web del Banco Central (www.bcentral.cl). La tasa correspondiente es de 2,86% + UF anual.

b) Prima por Riesgo de Mercado (E(Rm)-Rf): La Prima por Riesgo de Mercado (PRM), fue obtenida de la fuente proporcionada por el estudio de Maquieria y

Asociados (MQA) en base a una investigación del retorno esperado para Chile basado en cinco diferentes modelos estimados por Ibbotson y Associates (2006) que consideran el riesgo país y el grado de integración del mercado de capital. Si además se toma la tasa del BTU a 19 años ajustando por la diferencias entre dólar y UF obtienen una estimación de 8,5% de premio por riesgo de mercado para Chile.

c) Beta de Falabella: El beta de la empresa se obtiene por medio de una regresión de las rentabilidades históricas mensuales de los precios reales de la acción de Falabella S.A.C.I. y de los precios reales del índice IGPA (Cuadro 5).

Para lo anterior se obtuvo de Reuters las series de precios nominales históricos (mensuales) correspondientes al período entre los meses de Enero de 2004 y diciembre de 2006, ambos meses incluidos. Estos precios se ajustaron a precios reales, en base a la variación del índice del precio al consumidor (anexo 4). El resultado de la regresión entre las series estacionarias de la primera diferencia (rentabilidad) del IGPA y Falabella S.A.C.I. es de 1,19 como Beta apalancado; es decir, la acción de Falabella S.A.C.I. posee un riesgo un tanto mayor al que presenta el mercado.

Cuadro 5

Regresión Rentabilidad Falabella / IGPA								
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple		0,576423571						
Coefficiente de determinación R ²		0,332264133						
R ² ajustado		0,312624843						
Error típico		0,051501227						
Observaciones		36						
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	0,044873798	0,044873798	16,91833715	0,000233821			
Residuos	34	0,090180796	0,002652376					
Total	35	0,135054594						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,000743084	0,009275363	-0,080113731	0,93661651	-0,01959289	0,0181067	-0,0195929	0,018106722
Variable X 1	1,190045951	0,289324288	4,113190629	0,000233821	0,602068258	1,7780236	0,60206826	1,778023644

Fuente: Propia

Dado los resultados anteriores, se puede concluir que el resultado del Kp es de 12,98%.

$$Kp = Rf + (E(Rm) - Rf)\beta$$

$$12,98\% = 2,86\% + (8,5\%) (1,19)$$

Costo de la Deuda

La tasa de costo de la deuda (Kb), fue determinada en base a la tasa de interés actual de los Bancos, para operaciones de comercio exterior. En este caso la tasa corresponde a una libor en US\$ a 360 días (al 31.12.06 5,38%), más un Spread de 0,55%.

Dado que la libor es una tasa en dólares, se procede a transformarla a moneda local de acuerdo a la variación del tipo de cambio. En este caso se considera la variación del dólar entre el 01 de enero del 2006 al 31 de diciembre del 2006,

dando una devaluación de 0,86% (fuente Reuters). Cumplido lo anterior se concluye con un K_b de un 6,80 %.

Obtención del WACC

Ingresando los valores antes descritos en la fórmula clásica, se obtiene un valor del WACC de un 10,25%, como tasa de descuento apropiada para descontar los flujos de la empresa Falabella S.A.C.I., la cual es obtenida teniendo presente los siguientes considerandos :

- a) De acuerdo a los datos obtenidos del Balance al 31.12.06 de la empresa en estudio, tales como el patrimonio y el valor contable de ésta, se determina la relación P/V que resulta de un 62,7% y B/V de un 37,3%.
- b) Teniendo presente que se dispone del K_b , K_p , P/V, B/V, así como la tasa de impuesto del 17%, se aplica la formula establecida, la cual da como resultado un WACC del 10,25%.

$$Wacc = Kp\left(\frac{P}{V}\right) + Kb\left(\frac{B}{V}\right)(1 - Tc)$$

$$10,25\% = 12,98\% (62,7\%) + 6,8\% (37,3\%) (1 - 17\%)$$

4.3.- Valoración Empresa Falabella Tiendas por Departamento

Como se menciona al principio de este capítulo, la valoración de la empresa se realizará por medio de flujos de caja descontado.

El flujo de caja libre de Falabella (Cuadro 6), según lo estimado en el punto 4.1 de este capítulo, debe ser descontado a la tasa de descuento determinada en el punto anterior (WACC 10,25%). Al sumar cada uno de los flujos de caja descontados se obtiene el valor de Falabella (Cuadro 7).

Cuadro 6

Flujo de Caja Libre Falabella en Millones de pesos				
2007	2008	2009	2010	2011
18.368	21.772	26.094	30.781	493.176

Fuente: Propia

Cuadro 7

Valor Empresa Falabella en Millones de Pesos					
Años	2007	2008	2009	2010	2011
Flujo de caja libre	18.368	21.772	26.094	30.781	493.176
Flujo de caja descontado (al 10,25%)	16.660	17.911	19.470	20.831	302.717
Valor Empresa	377.589				

Fuente: Propia

El valor económico de Falabella MM\$377.589,58 corresponde al valor total de la empresa, sin embargo dentro de este valor existe un pequeño porcentaje que corresponde a los bonistas, por la deuda con intereses que tiene Falabella. Si se descuenta la deuda (MM\$ 5.539 según estados financieros del año 2006, anexo 1) al valor total de la empresa, se determina el valor de los accionistas MM\$.372.049,58.

El valor económico de los accionistas de Falabella MM\$ 372.049,58 equivale a 2,36 veces el patrimonio contable (Anexo 1). Por lo anterior se puede deducir que existen activos que no se ven reflejados en los estados financieros (activos intangibles) y que de alguna manera están generando valor a la empresa.

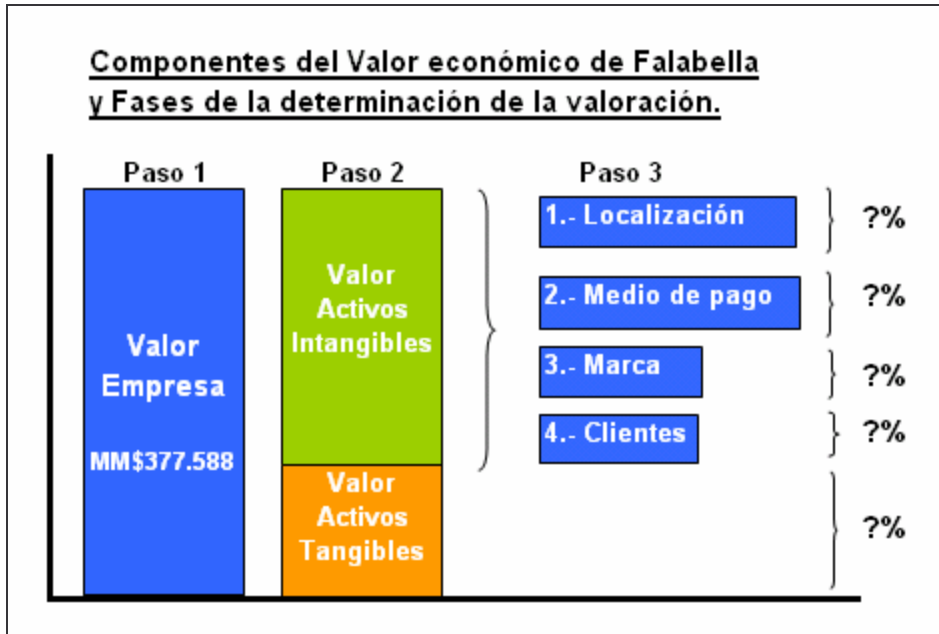
Hasta este momento se ha determinado el primer paso (Cuadro 8) del objetivo de este estudio, se ha identificado el valor de la empresa. En los siguientes puntos se desarrollará la identificación de los activos intangibles y su valoración.

4.4.- Activos, identificación y valoración

Tal como se indica en el punto anterior, existe una serie de activos que no figuran en los estados financieros (activos intangibles) y que generan un valor a la empresa, provocando diferencia entre el valor económico y el valor contable. En el siguiente cuadro muestra la composición del valor de la empresa y los activos

intangibles que hemos identificado en Falabella, de acuerdo a lo establecido por la Nic 38.

Cuadro 8



Confeccionado en base a fuente informe “Valoración Activos Intangibles” de Brand Finance

A continuación se procederá a desarrollar la segunda fase de la valoración, la cual corresponde a valorar los activos tangibles, a fin de determinar el valor total de los activos intangibles.

4.4.1 Valoración activos Tangibles

El Balance General de Falabella, en su parte correspondiente a Activos se divide en tres grandes tipos de activos: Activos Circulantes; Activos Fijos y; Otros Activos. La valoración de estos se realizará utilizando la misma metodología usada para valorar la empresa, es decir, flujos de caja. Dado esto se debe identificar la generación de flujos futuros de cada uno de estas grandes clases de activos, para finalmente descontarlo a una tasa determinada.

Valoración Activos Circulantes

La identificación de la generación de flujos de caja futuro de los activos circulantes, se realiza por medio del rendimiento de estos activos respecto al Cash Flow de la empresa. Para esto, se realizan los siguientes pasos, cuyo resultado se visualiza en el cuadro 9.

- Determinación de la rotación del activo Circulantes; se divide el total de las ventas de cada uno de los últimos cinco años, por los activos circulantes del mismo período.
- Calculo del rendimiento del Cash Flow sobre las Ventas; se divide el flujo de caja libre de cada uno de los últimos cinco años, por las ventas del mismo período.
- Rendimiento del activo Circulante; Se multiplica la rotación del activo circulante de cada uno de los últimos cinco años por el rendimiento del Cash Flow del mismo período.
- Finalmente se determina el rendimiento promedio de los últimos cinco años.

Cuadro 9

Valoración Activo Circulante						
Histórico	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	Promedio
Total Activo Circulante	174.852	182.586	194.491	184.338	181.173	191.608
Ventas Netas	418.381	455.268	510.568	588.911	639.411	917.440
Cash Flow	15.595	3.349	6.878	7.623	1.910	2.612.539
Rendimiento A. Circulantes/ Cash F	8,9%	1,8%	3,5%	4,1%	1,1%	5,5%

Fuente: Propia

El rendimiento promedio del activo circulante (5,5%), se utiliza para proyectar los flujos futuros que la empresa generará, de esta manera, el porcentaje antes mencionado fue aplicado a los flujos de caja proyectados de la empresa, calculados previamente, con lo cual se obtienen los flujos futuros que generará los activos circulantes en los próximos 5 años.

Dado que la empresa no terminará al final del año 2011, se estimó el valor residual de los flujos, utilizando la misma tasa de crecimiento perpetua utilizada para la

proyección de las ventas, es decir un 2,25%, y la tasa de descuento apropiada para los activos circulantes.

En cuanto a la tasa de descuento, se utiliza una tasa equivalente al costo de oportunidad de la empresa, la cual corresponde a un promedio de una tasa de colocación y captación para un plazo de 30 días (anualizada), equivalente al 5,80%.

Con los antecedentes ya obtenidos, flujos de caja futuros proyectados + flujo perpetuo, descontados a la tasa del 5,80%, se obtiene el valor de los activos circulantes de MM\$48.800,99 , el cual representa un 12,9% del valor total de Falabella.

Cuadro 10

Tasa Descto Activos Circulantes	
TAB Colocación	6,17%
TAB Captación	5,79%
Promedio TAB Tasa A.C.	5,80%

Fuente: Propia

Cuadro 11

Valoración Activos Circulantes					
Proyectado	2007	2008	2009	2010	2011
Cash Flow	18.368	21.772	26.094	30.781	35.801
Rendimiento Activo Circulante	1.010	1.197	1.435	1.693	1.969
Valor Residual	56.654				
Rendimiento A. Circulante Actual	954,82	1.069,68	1.211,73	1.350,94	44.213,81
Valor Activo Circulante	48.800,99				

Fuente: Propia

Valoración Activos Fijos

Al igual que con los activos circulantes, para la valoración de los activos fijos se procede a utilizar los flujos futuros proyectados que generaran estos activos. En este caso también se comienza identificando el rendimiento de los activos fijos, utilizando el mismo criterio considerado para los circulantes. De esta manera se

logra un rendimiento promedio del activo fijo en los último cinco años de 8,1% (Cuadro 12).

Para determinar el flujo residual de los activos fijos, se utiliza el mismo crecimiento perpetuo de la ventas (2,25%) y la tasa de descuento apropiada para esta clase de activos.

En cuanto a la tasa de descuento, se utiliza una tasa equivalente a una tasa de largo plazo, para lo cual se utilizó como aproximación una TAB en UF a 360 días (3,08%) más una variación de IPC proyectada de 3,5%, por tanto la tasa de descuento final para los activos fijos nos dio un 6,58%.

Los Flujos de Caja futuros descontados a la tasa antes mencionada permiten determinar el valor de los activos fijos de la empresa, el cual asciende a MM\$58.783,64, (cuadro 12) equivalente a un 15,6% del valor total de la empresa.

Cuadro 12

Valoración Activos Fijos						
Histórico	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	Promedio
Total Activos Fijos	138.532	144.035	36.395	45.422	70.204	434.588
Ventas Netas	418.381	455.268	510.568	588.911	639.411	2.612.539
Cash Flow	15.595	3.349	6.878	7.623	1.910	35.355
Rendimiento A. Fijos/ Cash Flow	11,3%	2,3%	18,9%	16,8%	2,7%	8,1%
Proyectado						
	2007	2008	2009	2010	2011	
Cash Flow	18.368	21.772	26.094	30.781	35.801	
Rendimiento Activo Fijo	1.494	1.771	2.123	2.504	2.912	
Valor Residual						68.776
Rendimiento A. Fijo	1.402,01	1.559,23	1.753,43	1.940,63	52.128,33	
Valor Activos Fijos						58.783,64

Fuente: Propia

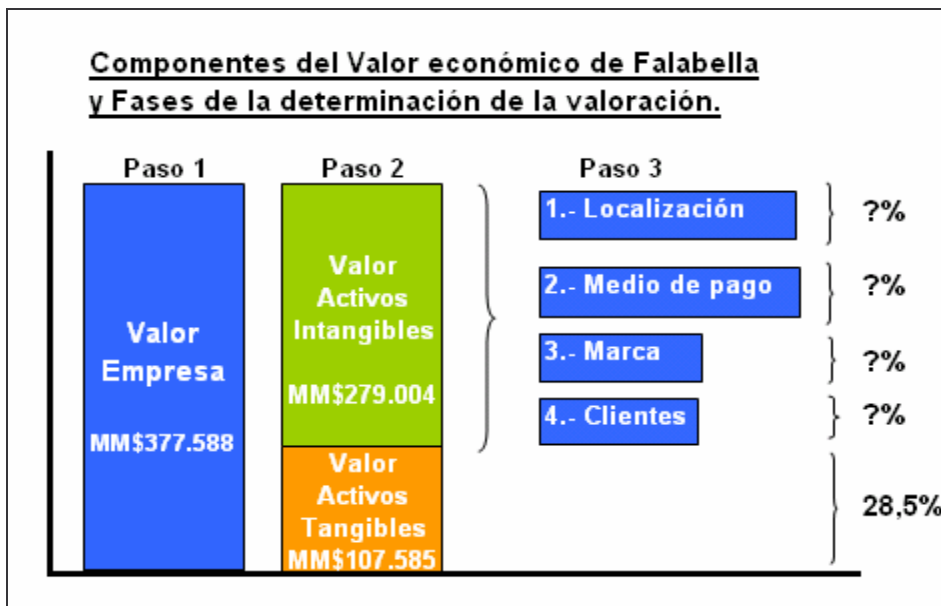
Valoración Otros Activos

Como se puede observar en los estados financieros (anexo 1), el valor de esta partida de activos es bastante baja, la cual equivale un 0,09% del total de los activos. Dada esto se supondrá que los flujos futuros de los otros activos descontados a una tasa de descuento determinada es cero, por tanto esta partida de los activos no genera valor para la empresa.

Finalizando el segundo paso del proceso de Valoración (Cuadro 13) de activos intangibles de Falabella, se puede identificar que el valor de sus activos tangibles (suma de valoraciones de activos circulantes, activos fijos y otros activos) es de MM\$107.584,62 equivalente a un 28,5% del valor total de la empresa.

De acuerdo al párrafo anterior, el valor total de los activos intangibles de Falabella sería de MM\$270.003,95 equivalente a un 71,5% del valor total de la empresa (determinado por diferencia entre el valor total menos el valor de los activos tangibles). Este resultado permite realizar a priori una primera conclusión, en cuanto a que el valor económico total de la empresa Falabella, se ve fuertemente afectado por la gestión que se esta realizando con factores que no se ven reflejado en los estados financieros, y por tanto los activos tangibles pasan a constituir activos de menor importancia.

Cuadro 13



Confeccionado en base a fuente informe “Valoración Activos Intangibles” de Brand Finance

4.4.2- Activos intangibles

Como ya se ha mencionado en el transcurso del trabajo, los activos intangibles corresponden a aquellos activos que no se encuentran incorporados en los estados financieros, y que de una u otra forma generan valor a las empresas. En el caso de Falabella, más del 70% del valor de la empresa se explica por este tipo de activos.

En base a lo anterior y según la NIC 38, estos activos deben generar flujos futuros que sean identificables. De acuerdo a esto, los activos intangibles que fue posible identificar en Falabella son la localización, el medio de pago (crédito propio a través de CMR), marca y los clientes.

La localización, al cual se llamara “Intangible 1”, corresponde al beneficio que percibe la empresa por encontrarse con gran parte de sus Tiendas ubicadas en Centros Comerciales (Malls), versus Tiendas que se encuentran ubicadas fuera de Malls. Este beneficio adicional que se cree percibe la empresa, claramente es un intangible, ya que para una empresa cualquiera, instalarse dentro de un Mall le llevará a asumir una serie de gastos y costos adicionales, los cuales Falabella ya los incurrió y le ha permitido a su vez poder gestionarlos a través de negociaciones de condiciones de arriendos inigualables por una empresa nueva.

El medio de pago, al cual se llamará “Intangible 2”, corresponde al beneficio que percibe la empresa por contar con una tarjeta de crédito propia. Aun cuando el negocio crediticio es llevado en forma independiente al negocio de Tiendas por Departamento, claramente el considerar que aproximadamente un 65% de las ventas son realizadas con este medio de pago, ha permitido realizar una fidelización de los clientes que mantienen tarjetas, logrando aumentar sus ingresos.

La marca, a la cual se llamará “Intangible 3” corresponde a la marca comercial de la empresa “Falabella”. Este intangible ha permitido a la empresa posicionarse en un lugar importante dentro del mercado nacional e internacional. Esta se encuentra en el Top of Mind, siendo la primera marca de tienda por departamento recordada por los clientes. Al igual que los otros activos intangibles, la marca genera un valor adicional a la empresa.

Finalmente los Clientes, a los que se llamará “Intangible 4”, corresponde a todos aquellos clientes actuales que se encuentran fidelizados y que no cuentan con la tarjeta de crédito de Falabella, o sus compras son realizadas al contado.

En cuanto a la tasa de descuento a utilizar en la valoración de los activos intangibles, se aplicará para todos los activos un 11,85%, la cual es mayor al WACC de la empresa y se genera básicamente a la mayor rentabilidad exigida producto del mayor riesgo de liquidez que se genera al invertir en este tipo de activos, según se puede observar en el siguiente cuadro. Adicionalmente con esta tasa, se logra cuadrar el promedio ponderado de las distintas tasas, con la tasa Wacc de la empresa.

En la siguiente tabla se puede observar el cálculo de la tasa de descuento de los activos intangibles.

ANEXO 5: DETERMINACION TASA DESCUENTO ACTIVOS INTANGIBLES				
Descripción	Valoración	% Partic. Valor	Tasa Descuento	Tasa Prom. Pond
Valor Empresa	377.588,58	100%	10,25%	
Valor Activos Circulantes	48.800,99	12,9%	5,80%	0,7%
Valor Activos Fijos	58.783,64	15,6%	6,58%	1,0%
Valor Activos Intangibles	-	71,5%	11,85%	8,5%
Validador				10,25%

Para obtener el 11,85% se comienza calculando la tasa ponderada de los activos circulantes, es decir el 5,80% por la participación de este activo en el valor total de la empresa, en este caso un 12,9%, con lo que se obtiene un 0,7%.

Luego se realiza el mismo procedimiento con la tasa de descuento del activo fijo, determinando una tasa ponderada de 1,0%.

Finalmente se determina la tasa de descuento ponderada 8,5% de los activos intangibles, por medio de la diferencia entre la tasa de descuento de la empresa 10,25%, y la suma de las tasas de descuento ponderadas del activo circulante 0,7% y activo fijo 1,9%. Esta tasa ponderada en dividida por el porcentaje de participación de los activos intangibles en el valor total de la empresa (71,5%), con lo que se obtiene la tasa de descuento 11,85% de los activos intangibles.

Valoración Activo Intangible 1.

La valoración del “intangible 1” se efectúa por medio de la diferenciación de los beneficios netos por metro cuadrado, entre una Tienda posicionada en un Mall y una Tienda no posicionada en Mall.

Para llegar al beneficio neto por metro cuadrado se realiza el siguiente proceso, del cual se pueden observar los resultados en el cuadro 14.

- Determinación de los metros cuadrados de venta de cada Tienda.
- Determinación del margen de explotación de cada Tienda.
- Determinación de los gastos de ocupación para cada Tienda, en lo referente a Arriendos, gastos comunes, contribuciones a publicidad del mall (para la Tienda en mall).
- Determinación de otros gastos tales como contribuciones de bienes raíces, mantenimiento de la Tienda.
- Determinación del beneficio antes de impuesto a la renta y su correspondiente impuesto.
- Se incorpora la parte de dividendos que se deben cancelar del beneficio otorgado por este intangible (41% del beneficio).
- Finalmente la determinación del beneficio neto por metro cuadrado.
- Con los beneficios netos de cada Tienda se determina el diferencial de beneficio, el cual se asocia al hecho de estar inserta la Tienda dentro de un Mall.

Cuadro 14

Determinación del Beneficio por Metro cuadrado de Mall					
	Tienda Mall				
	2002	2003	2004	2005	2006
Mts2 Tienda	8.087	8.087	8.087	8.087	8.087
Margen Explot.	7.810	8.770	9.506	10.941	11.972
Gasto Ocupación	1.328	1.450	1.604	1.940	2.118
Otros Gastos	76	83	92	111	121
Beneficio Mt2	0,79	0,89	0,97	1,10	1,20
Impto al Beneficio	-0,13	-0,15	-0,16	-0,19	-0,20
Beneficio Mt2 despues impto	0,66	0,74	0,80	0,91	1,00
Dividendos	-0,15	-0,26	-0,41	-0,57	-0,35
Beneficio liq	0,50	0,48	0,39	0,34	0,65

	Tienda no Mall				
	2002	2003	2004	2005	2006
Mts2 Tienda	7.471	7.471	7.471	7.471	7.471
Margen Explot.	5.206	5.847	6.337	7.294	7.981
Gasto Ocupación	569	622	687	832	908
Otros Gastos	47	52	57	69	76
Beneficio Mt2	0,61	0,69	0,75	0,86	0,94
Impto al Beneficio	-0,10	-0,12	-0,13	-0,15	-0,16
Beneficio Mt2 despues impto	0,51	0,57	0,62	0,71	0,78
Dividendos	-0,12	-0,20	-0,32	-0,45	-0,27
Beneficio liq	0,39	0,37	0,30	0,26	0,51

Difer Beneficio	0,113	0,109	0,088	0,075	0,145	0,11
------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	-------------

Fuente: Propia.

Una vez determinado el diferencial del beneficio Mall para cada uno de los últimos cinco años, se puede determinar un beneficio promedio de 0,11, equivalente a \$110.000 de beneficio el metro cuadrado al año.

El beneficio promedio calculado anteriormente, se multiplica por la cantidad de metros cuadrados totales de Mall en Santiago (62.000 Metros cuadrados). No se consideran tiendas en Regiones, ya que en general solo hay una Tienda por región y esta localizada en mall o en el centro de la región, siendo además la diferencia de ventas menor. De este calculo, se obtiene el beneficio total anual por Mall, equivalente a MM\$ 6.563 (cuadro 15).

A este beneficio total se aplica el mismo crecimiento aplicado a las ventas, con lo que se obtiene el flujo de caja futuro que genera la localización; sin embargo no se aplica perpetuidad ya que los contratos de arriendo tienen una duración de 30 años, por tanto la valoración de este intangible se realiza por el mismo período.

Finalmente el flujo de caja fue descontado a una tasa del 11,85%, explicada anteriormente.

Cuadro 15

Determinación de la Valorización de la Localización								
Beneficio Mall (MM\$ / Mts2)	0,11							
Total Mts2 Tiendas Mall Stgo	62.000							
Beneficio Total	6.563							
Tasa Desccto	11,85%							
	1	2	3	4	5	6	7	8
	2.007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Crecimiento	8,00%	8,00%	6,50%	6,00%	5,50%	2,25%	2,25%	2,25%
Beneficio Ajustado	7.088,40	7.655,47	8.153,07	8.642,26	9.117,58	9.322,73	9.532,49	9.746,97
Benef. Ajust. Actual	6.337,23	6.118,91	5.826,06	5.521,18	5.207,57	4.760,47	4.351,76	3.978,13
	9	10	11	12	13	14	15	16
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Beneficio Ajustado	9.966,28	10.190,52	10.419,81	10.654,25	10.893,97	11.139,09	11.389,72	11.645,99
Benef. Ajust. Actual	3.636,58	3.324,36	3.038,94	2.778,03	2.539,52	2.321,48	2.122,17	1.939,97
	17	18	19	20	21	22	23	24
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Crecimiento	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Beneficio Ajustado	11.908,02	12.175,95	12.449,91	12.730,03	13.016,46	13.309,33	13.608,79	13.914,99
Benef. Ajust. Actual	1.773,41	1.621,15	1.481,97	1.354,73	1.238,42	1.132,09	1.034,89	946,04
	25	26	27	28	29	30		
	2031	2032	2033	2034	2035	2036		
Crecimiento	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%		
Beneficio Ajustado	14.228,07	14.548,20	14.875,54	15.210,24	15.552,47	15.902,40		
Benef. Ajust. Actual	864,82	790,57	722,69	660,65	603,92	552,07		
Valor Actual Neto	78.579,79							

Fuente: Propia

Del proceso ajusto anterior se obtiene el valor del activo intangible 1, el cual asciende a MM\$ 78.579,79, equivalente a un 20,8 % del valor total de la empresa. Esto permite concluir que la localización es un factor importante dentro de la valoración de Falabella, y que se debe continuar gestionando las negociaciones de los contratos de arriendo con los Malls, a fin de continuar incrementando este valor.

Esta información podría ser utilizada por Falabella en las futuras negociaciones, fundamentando que si la empresa no se encuentra en el Mall, este perderá valor, en el sentido por ejemplo de las visitas de clientes.

Valoración Activo Intangible 2, 3 y 4.

Para valorar los restantes activos intangibles, los cuales se relacionan directamente con las ventas, se comienza determinando cual es el valor residual de la empresa, luego de haber descontado del valor económico total de la empresa, los montos correspondientes a activos tangibles y del intangible 1.

Para lo anterior, se tuvieron que generar los flujos de caja que dan origen al valor de los activos antes indicados (Anexo 8) . Para realizar la determinación de los flujos se tuvieron que definir los tipos de gastos asociados a cada tipo de activos. En el caso de los flujos de activo circulante, se utilizó el 100% de la incorporación de capital de trabajo, ya que este desembolso se relaciona con los circulantes.

En el flujo de caja del activo fijo, se utilizó el 100% de la depreciación y el 100% del desembolso por incorporación de activo fijo.

En el flujo de caja de la localización, se utilizó el gasto de arriendo, gasto común, gasto en contribuciones para publicidad del Mall, gastos de contribuciones de bienes raíces y gastos en mantenimiento.

En las tres situaciones anteriores, además de los gastos aplicados, se descontó el impuesto a la renta y la parte correspondiente al pago de dividendos.

Una vez obtenido el flujo de caja correspondiente a los activos intangibles 2, 3 y 4, se procede a determinar las ventas totales correspondientes, ventas potenciales, ventas actuales y crecimiento de ventas.

Para esto se hace el supuesto de que la vida útil de los clientes es de 10 años, por tanto anualmente la empresa pierde un 10% de las ventas (dado esto mismo, los flujos de caja futuros se generan a este mismo plazo). Las ventas que anualmente van quedando son las que llamamos ventas actuales. Las ventas potenciales son aquellas que la empresa debe generar para alcanzar el mismo nivel de ventas que se generaron en el año 2006. Por su parte el crecimiento de ventas corresponde a aquella cantidad que la empresa debe vender, para alcanzar el nivel de ventas proyectado de acuerdo al porcentaje de crecimiento programado. En el anexo 9 se puede observar el desarrollo de este procedimiento, con lo cual se obtiene:

Cuadro 16

Ventas por tipo de generación en millones \$										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas Actuales	575.470	569.076	562.043	554.306	545.795	536.434	526.136	514.808	502.348	488.641
Ventas Potenciales	63.941	70.335	77.369	85.106	93.616	102.978	113.276	124.603	137.063	150.770
Crecimiento de Ventas	51.153	106.398	154.876	202.533	248.840	268.825	289.261	310.156	331.521	353.367
Ventas Totales Proyectadas	690.564	745.809	794.287	841.944	888.251	908.237	928.672	949.567	970.933	992.778

Fuente: Propia

Determinada las Ventas por tipo de generación, los porcentajes de éstas se utilizan para determinar el flujo de caja de las ventas actuales, flujo de caja de ventas potenciales y el flujo de caja del crecimiento de ventas. Los porcentajes determinados para cada tipo de venta, y cada período, son aplicados a cada uno de los conceptos de ingreso y egreso del flujo de caja residual (anexo 9). El único gasto que fue asignado de manera diferente, corresponde al gasto en publicidad, el cual se aplicó a las ventas potenciales y crecimiento de ventas, ya que las ventas actuales pueden continuar generándose sin publicidad, debido a que los clientes que las generan son clientes fieles y que utilizan el medio de pago otorgado por la empresa (Crédito CMR).

Obtenido los flujos de cajas futuros de las ventas actuales, ventas potenciales y, crecimiento de ventas (Anexo 9), se procede a determinar la cantidad que corresponde al intangible 2 (Medio de pago); intangible 3 (Marca) e; Intangible 4 (Clientes).

Para lo anterior se debe definir como los distintos tipos de ventas afectan a los intangibles a valorar. De acuerdo a esto se determina:

- Crecimiento de Ventas; las nuevas ventas se generan por la incorporación de nuevos clientes a la empresa, lo que se produce únicamente por un efecto de marca. Dado esto todo el flujo futuro generado por el crecimiento de ventas se asignará al flujo de caja futuro de la marca.
- Ventas Potenciales; las nuevas ventas que se deben generar para cubrir la perdida de ventas producto de la disminución de clientes producto de la vida útil definida, se producen por dos efectos: Uno es la venta a clientes actuales que

compran por que poseen el medio de pago que ofrece la empresa (crédito CMR); al 2006 las ventas con CMR correspondían a un 65% de las ventas totales de la empresa, por tanto se aplica este mismo porcentaje a las ventas potenciales. El segundo efecto es la venta a nuevos clientes que llegan por efecto de marca, por tanto determinamos que el 35% restante de las ventas potenciales corresponde a marca.

- Ventas actuales; éstas corresponden a las ventas realizadas a los clientes actuales. Al igual que las ventas potenciales, se determina que se producen por dos efectos. El primero corresponde a ventas realizadas a clientes con tarjetas CMR, por tanto también se aplica el 65% a las ventas actuales. El segundo efecto corresponde a las ventas realizadas a los clientes que compran con otros medio de pago, a los cuales se les llama Clientes, los que llegan por la fidelización que ha conseguido la empresa.

Del proceso mencionado en los párrafos anteriores, se determinan los siguientes flujos de caja, para cada uno de los intangibles a valorar.

Cuadro 17

Flujos de Caja determinados para Marca, Medio Pago y Cliente										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Flujo Marca	-3.271	-1.846	326	2.988	6.037	-1.046	-340	406	1.193	2.023
Flujo Medio Pago	16.906	18.761	20.449	21.978	23.422	12.006	12.012	12.003	11.977	11.934
Flujo Cliente	10.099	10.449	10.963	11.451	11.909	6.589	6.509	6.413	6.298	6.163

Fuente: Propia

Con los flujos de caja proyectados para los intangibles 2, 3 y 4; y considerando la tasa de descuento del 11,85% determinada para los activos intangibles, se procede a realizar la valoración de estos activos intangibles.

La valoración del activo intangible 2 (Medio de pago) da como resultado según el cuadro 18 un valor de MM\$96.918, lo que equivale a un 25,7% del valor total de Falabella.

Cuadro 18

Valoración Intangible 2 (Medio de Pago)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Flujo Medio Pago	16.906	18.761	20.449	21.978	23.422	12.006	12.012	12.003	11.977	11.934
Flujo Medio Pago Descdto	15.115	14.995	14.613	14.041	13.378	6.131	5.484	4.899	4.370	3.893
Tasa Descuento	11,85%									
Valor Medio Pago	96.918									

Fuente: Propia

Este valor es coherente ya que se debe considerar que más del 60% de las ventas de la empresa se realizan con el medio de pago CMR, lo cual genera una clara ventaja y un valor importante que debe asumir una empresa que pretenda ingresar al negocio de Tiendas por departamento.

La valoración del activo intangible 3 (Marca), a diferencia de los otros dos intangibles que se están valorando en esta etapa, se valorará con flujos de caja a 20 años. Para esto el flujo mostrado en el cuadro 17 debe ser extendido en 10 años más, para lo cual se aplica un crecimiento del 2,25% anual, equivalente al porcentaje utilizado para el crecimiento perpetuo de las ventas.

De este proceso se obtiene un valor del activo intangible 3, de MM\$25.757 equivalente a un 6,8% del valor total de Falabella.

Cuadro 19

Valoración intangible 3 (Marca)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Flujo Caja	-3.271	-1.846	326	2.988	6.037	-1.046	-340	406	1.193	2.023
Flujo Caja Descontado	-2.924	-1.475	233	1.909	3.448	-534	-155	166	435	660
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo Caja	2.068	2.163	2.312	2.527	2.824	3.228	3.772	4.507	5.506	6.878
Flujo Caja Descontado	603	564	539	527	526	538	562	600	655	732
Tasa de Descuento	11,85%									
Valor Marca	25.757									

Fuente: Propia

Finalmente la valoración del activo intangible 4 (Cliente) da como resultado un valor de MM\$52.594 que equivale a un 13,9% de valor total de la empresa.

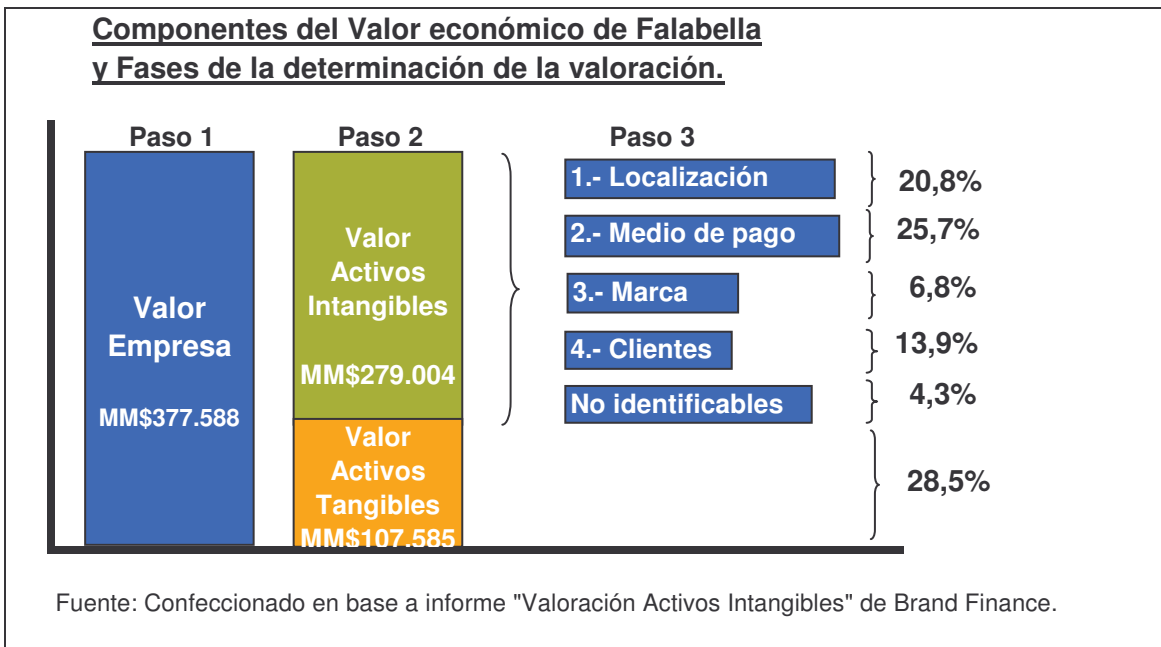
Cuadro 20

Valoración Intangible 4 (Marca)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Flujo Marca	10.099	10.449	10.963	11.451	11.909	6.589	6.509	6.413	6.298	6.163
Flujo Marca Desccto	9.029	8.352	7.834	7.316	6.802	3.364	2.972	2.617	2.298	2.011
Tasa Descuento	11,85%									
Valor Cliente	52.594									

Fuente: Propia

Con las valoraciones realizadas recientemente, se ha terminado el tercer paso del proceso de valoración de intangibles de Falabella. En el cuadro siguiente se puede observar que existe una parte del valor total de la empresa que no es posible separar ya que corresponden a activos intangibles no identificables,

Cuadro 21



CONCLUSIONES

Es una verdad aceptada que no solamente los bienes tangibles contribuyen a crear riqueza, sino también los intangibles, y en una proporción cada vez mayor. Durante el período de su mandato, el Ex Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, Alan Greenspan⁴, fundamentó que el mayor valor agregado (más de un billón de US\$) en Wall Street durante los años 90, provino de dos factores:

- 1.- La habilidad para gerenciar los recursos intangibles con el fin de producir ganancias.
- 2.- La utilización de la tecnología de información, para aumentar la producción, por medio de una función de producción más eficiente.

Tras la ola de megafusiones y adquisiciones, así como la maduración de muchos mercados accionarios, se presenta el fenómeno de las acciones sobrevaluadas, donde existe un gran diferencial entre su valor en libros y su valor de mercado. No todo este diferencial podría ser especulación y de serlo ésta debería estar fundada en una apreciación de beneficios esperados futuros.

Dentro de los elementos que agregan valor a una empresa aparte de sus activos físicos y de su tecnología, se encuentran los activos intangibles, entre los que se pueden mencionar: la fidelidad de su clientela, know how, procesos, empleados capacitados, localización, administración, patentes, canales de distribución, cultura corporativa, marcas, derechos de diseño, medios de pago, procesos de gestión, entre otros.

Todos ellos permiten a la compañía tener un valor económico, como empresa en marcha, que va más allá de su valor en activos y de su valor contable y por ello la importancia de su análisis e investigación para la finalidad de este estudio, referido

⁴ Citado en: VIGORENA PEREZ, Fernando. [http: Capital Intelectual: Las Raíces Ocultas del Valor de las Empresas. //www.mercantil.com/soluciones/bibliotecacontenido.asp?News_Code=5581](http://www.mercantil.com/soluciones/bibliotecacontenido.asp?News_Code=5581)

fundamentalmente a la incidencia de éstos en las Tiendas por Departamentos, y específicamente para la empresa Falabella S.A.C.I.

Es importante tener presente además, que el valor de las empresas en la actualidad, tanto en el sector industrial como en el de comercio o servicios, no reside solamente en sus instalaciones, maquinaria o edificios, sino en aspectos inmateriales como la capacidad de desarrollar relaciones estables con sus clientes y conseguir su fidelización, su capacidad para innovar e introducir nuevos productos o servicios al mercado, o la competencia técnica y motivación de su personal. Por ello, es que se puede afirmar que el valor de las empresas en la actualidad viene dado por el conjunto de sus activos tangibles y el de sus intangibles.

Considerando lo anterior es posible concluir además que para que exista creación de valor se debe cumplir “Que el retorno sobre la inversión sea superior al costo de capital de esa inversión”.

La estrategia de la Administración basada en Valor sugiere que los directivos de las empresas deben buscar maximizar el “valor” de la empresa y no la “ganancia”, esto ya que los beneficios de corto plazo no perduran en el tiempo, en cambio los activos intangibles generan valor de largo plazo. Maximizar el valor de la empresa tiene efectos más positivos sobre la capacidad competitiva de la empresa en el corto y mediano plazo. La definición de maximización de valor es más precisa que la de maximización de ganancias debido a que el valor incluye a las ganancias pero, además, tiene en cuenta el tiempo, es decir, el flujo de caja. Por otra parte, los efectos de maximizar el valor son más positivos sobre la capacidad competitiva de la empresa en el mediano y corto plazo.

Dado todas las ventajas que otorgan los activos intangibles, se hace necesario que las empresas conozcan los activos que generan valor dentro de sus empresas y, el valor que estos representan dentro de sus activos. Con esto, podrán gestionar estos activos y gestionar la eficiencia de éstos a fin de aumentar el valor.

La metodología utilizada de valoración de intangibles, ha permitido sustentar en cifras la significativa importancia que representan dichos activos, lo cual es posible verificar además, según lo señalado por el índice mundial Morgan Stanley, el que refleja que en promedio el valor de las empresas de las Bolsas de Valores mundiales es cuando menos el doble de su valor contable. “En 70 años, los intangibles han subido del 30% al 63% en las principales 500 empresas de EE.UU. (Lev. 2001). También en EEUU, los profesores Lev y Sougianis (1996) han encontrado que el valor de mercado de una empresa es normalmente de 2 a 9 veces su valor contable. Y que en ese país la evolución de la relación valor de mercado/valor contable ha pasado de 0,82 en el año 1973 a 1,692 en 1993, lo que significa que el 40% del valor de las empresas no aparece reflejado en los estados financieros.

El Banco Mundial, mediante la adopción de nuevos esquemas de medición, ha calculado que los 29 países que concentran el 80% de la riqueza total del planeta deben su bienestar, en un 67%, al capital intelectual, en un 17% a su capital natural y en un 16% a su capital productivo. (Avalos, 1998).

De acuerdo al análisis presentado, fue posible establecer que el método mas apropiado para representar dicho valor, es por medio del Flujo de Caja Descontado, ya que es la única medida que requiere información completa, y que para nuestro caso en estudio, además es acorde a lo establecido en la Norma Internacional, NIC 38, la cual define claramente los activos intangibles, como todo elemento que tiene una naturaleza inmaterial (normalmente sin sustancia o esencia física) y que son capaces de generar beneficios económicos futuros, y éstos deben ser identificables, y por lo cual debe existir control sobre dicho activo.

En el desarrollo del presente trabajo, fue posible entender que para comprender la creación de valor ya planteada, se debe usar una visión de largo plazo, manejar todos los flujos de caja tanto del estado de resultados como del balance y comprender como comparar flujos de tiempos distintos ajustados sobre la base de

riesgo. Es prácticamente imposible tomar buenas decisiones sin información completa y ningún otro criterio utiliza toda la información. El tener en cuenta la mayor información para la valuación de la empresa ayuda a dar mayores elementos de confianza, dado que, la determinación del precio de una empresa o negocio es la parte de la transacción de compraventa mas cargada con diferencias de opinión, y logrando ello, es posible llegar a cifras confiables que otorguen garantías a los directivos que utilizan éstas, y tomar decisiones acertadas que permitan sostener y desarrollar el debido crecimiento de las compañías.

Para la empresa en estudio Falabella S.A.C.I., tales metodologías aplicadas nos permitieron identificar y comprender con exactitud, que no todos los activos intangibles que una empresa posee, constituyen una fuente de ventajas competitivas sostenibles. Tan sólo lo son aquellos que contribuyen a la generación de valor económico en la organización.

En el estudio desarrollado se pudo identificar que los activos intangibles generadores de valor para Falabella son los Clientes, la Localización, la Marca y el Medio de Pago. De acuerdo a las cifras resultantes obtenidas en base a la valoración aplicada, permitió comprender además los factores de éxito y las ventajas competitivas, que le han permitido a Falabella competir en el pasado, y que además le permite mantenerse en el mercado, en términos de competitividad, ya que según las cifras ya expuestas, el 71,5% del valor económico de la empresa lo representan los activos intangibles. Del 71,5% de intangibles, se identificó un 94 % del total de éstos activos, por lo que se evidencia una muestra bastante representativa del total de dichos activos intangibles, ya que sólo el 6% corresponde a los no identificables, y ello permite definir con mayor precisión su injerencia en el valor económico de la empresa. Además se puede observar que el activo intangible “Medio de pago”, representado por el crédito propio que ofrece la empresa, es el activo de mayor importancia, lo que es coherente con el nivel de ventas que se realiza con este medio de pago.

Teniendo presente lo anterior, y dado que en base a la metodología aplicada ha sido posible establecer el peso relativo que representa cada activo intangible en el valor económico de la empresa Falabella S.A.C.I., es posible conducir la gestión de éstos de tal forma de inducir los mismos a la obtención de mejores resultados financieros.

El modelo aplicado de valoración de activos intangibles para tiendas por departamento, es recomendable en nuestra opinión, en términos generales a cualquier actividad económica, sin embargo, este debe ser ajustado a las distintas variables que pueden intervenir en estos. Si el modelo tal como está, es aplicable a cualquier empresa del rubro de Tiendas por Departamento, obteniendo resultados positivos de éste.

BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES DE CONSULTAS

LIBROS, OFICIOS Y CIRCULARES:

- BROOKING Annie. El capital intelectual, el principal activo de las empresas del tercer milenio. Editorial Paidós. 1997, pag. 13 – 102.
- CANTU DELGADO Humberto. Desarrollo de una cultura de calidad (2ª. Ed.). México. 2001, pag. 30 - 61.
- CONTRERAS VALDEZ, Sergio. Antología de curso de Capitalización para la Unidad de Avalúos de BBVA Bancomer. México. 2002.
- COPELAND Tom. Et. al. Valuation Measuring and Managing the value of companies. E.U.A.. John Wiley & Sons. 1990, pag. 95 - 231.
- EDVINSNON y L. Malone. El Capital Intelectual. Como identificar y calcular el valor de los recursos intangibles de su empresa. Ed. Gestión 2000. Barcelona. 1999. pag.23,102 - 124, 163 - 170.
- FERNANDEZ, Pablo. Valoración de Empresas, Ed. Gestión 2000, S.A., España. 1999. pag. 23 – 52, 143 – 152.
- NEVADO PEÑA, Domingo, et al. El Capital Intelectual: valoración y medición. Financial Times, Prentice hall, España, 2002. pag. 1 – 25, 40 – 48, 73 – 110.
- PAVEZ SALAZAR Alejandro. Tesis de Maestría. Modelo de Implantación de gestión del conocimiento y tecnologías de información para la generación de ventajas competitivas. Chile.2000. pag. 6 – 19, 48 – 53.
- BARUCH LEV. Intangibles: Medición, Gestión e Información. Pag. 19 – 71. Ediciones Deusto, 2003.
- ROSS Johan, Et. al. Capital intelectual, el valor intangible de la empresa. Editorial Paidós. México. 2001. pag. 13 – 33, 63 – 92.
- MARK GRINBLATT SHERIDAN TITMAN, Mercados Financieros y Estrategia Empresarial. Ed. Mc Graw Hill. México. 2003. pag. 246, 247, 248, 249, 250, 251. –
- AUTORES VARIOS, “Medición, Control y Gestión de los Intangibles”, Ediciones Deusto, 2004. Pág. 47 al 55 y 99 al 125.

- SANJUANJO Miguel, Et. al. Guía de valoración de empresas. España. Prentice may 2003. pag. 75 – 85, 203 – 232.
- SIU VILLANUEVA, Carlos. Valuación de Empresas Metodología y Proceso. México, Ed. Instituto Mexicano de Contadores Públicos A.C. 2001. pag. 21 – 47, 67 – 94.
- PEREZ CASTRO luis david, tesis de maestría: estrategias para la estimación del valor de una empresa en marcha (vem): 2004
- PLATA LÓPEZ luis carlos, valoración de activos intangibles, la nueva riqueza de las empresas, Universidad Pontificia Bolivariana. (Colombia).
- DON E. SCHULTZ y MIGUEL R. MENDOZA H., Como medir el retorno de la inversión en actividades de marketing Revista Economía y Administración.
- ANDRIESEN daniel "making sense of intellectual capital: designing a method ..."
- COPELAN, Tom; KOLLER, Tim y MURRIN, Jack (2000): *Valuation: Managing the Value of Companies*. John Wiley. Nueva York. (3ª ed.)
- DAMODARAN, Aswath (1999): "The dark side of valuation: firms with no earnings, no history and no comparables". *Working Paper*. Stern School of Business. Nueva York.
- FERNÁNDEZ, Pablo (2001): "Cómo valorar empresas relacionadas con Internet: el caso de Amazon". *Bolsa de Madrid*. Marzo. n° 97. Pp.: 16-21
- MASCAREÑAS, Juan (2000a): "Métodos de valoración de empresas de la Nueva Economía". *Bolsa de Madrid*. n° 88. Pp.: 6-12
- OFICIO CIRCULAR N° 368 de la Superintendencia de Valores y Seguros de 16.10.06, que informa e imparte medidas sobre proceso de convergencia de principios contables generalmente aceptados en Chile a normas internacionales de contabilidad y normas internacionales de información financiera
- BOLETÍN TÉCNICO N° 72 del Colegio de Contadores de Chile, Combinación de negocios inversiones permanentes y consolidación de estados financieros

APUNTES:

- Valoración de empresas, Clases “Flujos de Efectivo”, Clase N° 1 y “Cálculo del Costo de Capital” Profesor Antonino Parisi - Edinson Cornejo año 2006 Magíster en Finanzas U. de Chile.
- VALORACIÓN DE MARCAS Jorge Lucaya / Pablo Fernández Madrid 22 de febrero de 2005

ARTICULOS:

- Institute for Human and machine cognition. Artículo; Colaboración en la construcción del conocimiento mediante mapas conceptuales. University of west Florida Pensacola. FL.23514.EE.UU.2000.
- Gestión del conocimiento en una Universidad Pública. Grupo Universitario Multidisciplinar de Investigación en gestión del conocimiento y capital intelectual. 2003.
- http://www.mercantil.com/soluciones/bibliotecacontenido.asp?News_Code=5581
Capital Intelectual: Las Raíces Ocultas del Valor de las Empresas. (WEB – C)
- Kuhn, Thomas, “La estructura de las revoluciones científicas”(I)
<http://www.andinia.com/a21384.shtml> Norma Risso Editado por Federico Ferrero Ciencias Humanísticas de Buenos Aires. Buenos Aires, Julio 1994
http://pcazau.galeon.com/artpsi_arque.htm
- Thomas Kuhn: "en busca de una ciencia abierta y en evolución"
www.monografias.com
- “Tratamiento borroso del intangible en la valoración de empresas de Internet” de M^a Carmen Lozano Gutiérrez Federico Fuentes Martín Esta página está alojada por el Grupo EUMED.NET de la Universidad de Málaga En el espacio “libros de economía gratuitos” <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/index.htm>
- “Los Activos Intangibles: presentación de algunos modelos desarrollados” de reinier hollander sanhueza *contador auditor Magíster en gestión m/contabilidad y finanzas*

- “El Valor de la propiedad intelectual, los activos intangibles y la reputación” de Por Kelvin King, socio fundador de Valuation Consulting
- Valoración de intangibles. Fuente Diario Estrategia de Chile 02/01/2003
- “Medición y valoración de activos intangibles en los estados financieros”. Caso: empresas de la industria biotécnica.
- “En el mercado de la grandes Multitiendas: Se recurre a todo”. por Patrick Nixon.
- “IFRS el desafío de la convergencia” mayo 2006 , una firma miembro de deloitte touche tohmatsu
- “Tiendas por departamento en Chile” latín américa corporales analista rina jarufe m. FitchRating santiago- chile
- “Actualización de precio objetivo falabella / sector retail comprar”, análisis bci corredores de bolsa, analistas nicole weisser m. y álvaro pereyra c. de fecha *15 de enero de 2007*
- “Valoración de activos intangibles” Gabriela Salinas, managing director, brand finance iberia cema, 4 de noviembre de 2004
- “Activos intangibles según NIIF, comparación con PGC y primera aplicación” autores: Juan María López-Quiñones, Alfredo Pumarino, Anne Dubost, Juan José Salas. Ernst & Young, S.L. 2006
- “Antecedentes generales de las normas internacionales de información financiera (IFRS) empresa Deloitte
- “Resumen técnico NIC 38 *activos intangibles*”. extracto preparado por el equipo técnico de la fundación IASC y no ha sido aprobado por el IASB.
- “Relevancia de la información contable y activos intangibles”, de José Martínez Ochoa
- “Quantifying business enterprise value in shopping malls”: current issues & future trends by mark t. kenney, mai, srpa the appraisal journal, july 2000
- “El valor económico de las marcas” , Manual de la empresa responsable de Eduardo Moreno Amador, Villafañe & Asociados

- “Metodología de la valoración de las empresas de Internet”, de Juan Mascareñas, Universidad Complutense de Madrid, versión inicial: mayo 2001
- “Análisis comparativo de los principales métodos utilizados en la valoración de marca”, de (1) Julio Cerviño, (2) Valentín Martínez, (3) Luis Angel Sanz de la Tajada y (2) Javier Orosa (1) Universidad Carlos III de Madrid (2) Universidad de la Coruña (3) Universidad Complutense de Madrid
- “Ranking de las marcas españolas más valoradas” de la empresa Interbrand de fecha 10/01/2006
- “El valor financiero de la marca comercial”, de Oscar A. Colmenares D., José Luis Saavedra y José Luis Pirela S.
- “El costo de capital - implicaciones empresariales frente a la inversión”, por Jorge Antonio Delgado Palomino

PAGINAS WEB:

- AMERICAN SOCIETY OF APPRAISERS. www.appraisers.org. Estados Unidos. 2003.
- SAVERE. Valoración de Empresas. www.finanzas2000eu.com.co. Colombia, 2002.
- E-Valora Financial Services. México. 2003.
- <http://club.telepolis.com/agaigcu/introduccionalasimbologia.htm>
Introducción a la simbología
- <http://www.tegsolutions.com/Que%20es%20la%20Calidad.htm>. México 2004.
- <http://www.geocities.com/maestria2000mx/index.html>. México. 2004

- http://www.jungba.com.ar/glosario/glosario_07.htm
- <http://www.valuationresources.com/Publications/Intangible.htm>
- <http://www.iic-inc.com/curr.intangible.shtml>

PARRAFOS EXTRAIDOS DE:

- Capital Intelectual y generación de valor. www.monografias.com. México. 2004.
- Ley de Sociedades Mercantiles. <http://www.cddhcu.gob.mx/leyinfo/pdf/144.pdf>. México. 2004

ANEXOS
ANEXO 1 " ESTADOS FINANCIEROS "

	Resultados Anuales MM\$				
	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06
Resultado de Explotación					
Ventas Netas	418.381	455.268	510.568	588.911	639.411
Costo de Ventas	-305.198	-328.162	-372.798	-430.343	-465.909
Margen Bruto	113.183	127.106	137.770	158.568	173.502
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-96.717	-108.043	-119.488	-145.789	-159.364
Recuperos	1.881	4.447	4.949	7.192	8.056
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-94.836	-103.596	-114.539	-138.597	-151.308
Fee	3.567	3.661	4.116	4.575	4.501
Margen Operacional	21.914	27.171	27.347	24.546	26.695
No Operacionales					
Ingresos Financieros	539	416	112	326	170
Otros Ingresos Fuera Explotación	1.882	2.422	1.986	3.275	1.389
Gastos Financieros	-1.067	-1.150	-1.218	-718	-424
Otros Egresos Fuera Explotación	-975	-1.365	-1.810	-3.285	-681
Corrección Monetaria	861	-657	784	-4.047	-2.023
Seguros de Cambio	574	-1.440	-108	-2.004	213
Resultado no Operacional	1.814	-1.774	-254	-6.452	-1.357
Resultado Antes de Impuesto	23.728	25.397	27.093	18.094	25.339
Impuesto a la renta	-3.072	-4.218	-2.299	-3.076	-4.308
Ultima Línea sin Emp. Relac.	20.656	21.179	24.794	15.018	21.031
Ajustes					
Gastos Financieros antes impto.	1.067	1.150	1.218	718	424
Depreciación	10.755	10.710	9.631	8.414	10.835
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-4.017	-6.216	-10.585	-7.821	-6.039
Incorporación Activo Fijo	-9.985	-24.098	-17.216	-14.440	-25.274
Corr. Monetaria	-861	657	-784	4.047	2.023
Ingresos Financieros	-539	-416	-112	-326	-170
Otros Ingresos y egresos FE	-1.481	383	-68	2.013	-921
Flujo Caja Libre	15.595	3.349	6.878	7.623	1.910

	Resultados Anuales MM\$				
	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06
Balance General					
Activos Circulantes					
Caja	31.955	40.145	17.467	5.848	-29.995
Deudores Corto Plazo	14.712	20.354	17.119	18.214	14.582
Cuentas por Cobrar EERR	38.839	42.440	62.256	55.586	83.292
Existencia	85.697	74.807	93.408	102.407	106.030
Otros Activos Circulantes	3.649	4.840	4.241	2.283	7.264
Total Activos Circulantes	174.852	182.586	194.491	184.338	181.173
Activos Fijos	138.532	144.035	36.395	45.422	70.204
Otros Activos	282	316	141	225	226
Total Activos	313.666	326.937	231.027	229.985	251.603
Pasivo Circulante					
Obligación con Bcos e Instituciones	7.097	9.724	9.024	4.358	3.379
Obligaciones con el público	59	59	0	0	0
Cuentas por Pagar	71.952	66.139	79.592	72.045	77.489
Cuentas por Pagar EERR	4.896	4.130	3.719	3.578	3.314
Otros Pasivos Circulante	1.434	5.301	6.906	7.123	7.500
Total Pasivo Circulante	85.438	85.353	99.241	87.104	91.682
Pasivo Largo Plazo	12.423	12.624	1.948	1.600	2.160
Patrimonio	215.805	228.960	129.838	141.281	157.761
Pasivo + Patrimonio	313.666	326.937	231.027	229.985	251.603

Fuente: En base a los estados financieros de Falabella.

ANEXO 2: ANALISIS FINANCIEROS							
	Análisis Vertical Estado de Resultados						
	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	Promedio	Varianza
Resultado de Explotación							
Ventas Netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0,0000%
Costo de Ventas	-72,9%	-72,1%	-73,0%	-73,1%	-72,9%	-72,80%	0,0017%
Margen Bruto	27,05%	27,92%	26,98%	26,93%	27,13%	27,20%	0,0017%
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-23,12%	-23,73%	-23,40%	-24,76%	-24,92%	-23,99%	0,0066%
Recuperos	0,45%	0,98%	0,97%	1,22%	1,26%	0,98%	0,0010%
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-22,67%	-22,75%	-22,43%	-23,53%	-23,66%	-23,01%	0,0030%
Fee	0,85%	0,80%	0,81%	0,78%	0,70%	0,79%	0,0000%
Margen Operacional	5,24%	5,97%	5,36%	4,17%	4,17%	4,98%	0,0062%
No Operacionales							
Ingresos Financieros	0,13%	0,09%	0,02%	0,06%	0,03%	0,06%	0,0000%
Otros Ingresos Fuera Explotación	0,45%	0,53%	0,39%	0,56%	0,22%	0,43%	0,0002%
Gastos Financieros	-0,26%	-0,25%	-0,24%	-0,12%	-0,07%	-0,19%	0,0001%
Otros Egresos Fuera Explotación	-0,23%	-0,30%	-0,35%	-0,56%	-0,11%	-0,31%	0,0003%
Corrección Monetaria	0,21%	-0,14%	0,15%	-0,69%	-0,32%	-0,16%	0,0013%
Seguros de Cambio	0,14%	-0,32%	-0,02%	-0,34%	0,03%	-0,10%	0,0005%
Resultado no Operacional	0,43%	-0,39%	-0,05%	-1,10%	-0,21%	-0,26%	0,0031%
Resultado Antes de Impuesto	5,67%	5,58%	5,31%	3,07%	3,96%	4,72%	0,0132%
Impuesto a la renta	-0,73%	-0,93%	-0,45%	-0,52%	-0,67%	-0,66%	0,0003%
Ultima Línea sin Emp. Relac.	4,94%	4,65%	4,86%	2,55%	3,29%	4,06%	0,0116%
	Análisis Vertical Balance General						
Balance	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	Promedio	Varianza
Activos Circulantes							
Caja	10,19%	12,28%	7,56%	2,54%	-11,92%	4,13%	0,9376%
Deudores Corto Plazo	4,69%	6,23%	7,41%	7,92%	5,80%	6,41%	0,0166%
Cuentas por Cobrar EERR	12,38%	12,98%	26,95%	24,17%	33,10%	21,92%	0,8158%
Existencia	27,32%	22,88%	40,43%	44,53%	42,14%	35,46%	0,9401%
Otros Activos Circulantes	1,16%	1,48%	1,84%	0,99%	2,89%	1,67%	0,0057%
Total Activos Circulantes	55,74%	55,85%	84,19%	80,15%	72,01%	69,59%	1,7775%
Activos Fijos	44,17%	44,06%	15,75%	19,75%	27,90%	30,33%	1,7753%
Otros Activos	0,09%	0,10%	0,06%	0,10%	0,09%	0,09%	0,0000%
Total Activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	0,0000%
Pasivo Circulante							
Obligación con Bcos e Instituciones	2,26%	2,97%	3,91%	1,89%	1,34%	2,48%	0,0099%
Obligaciones con el público	0,02%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,0000%
Cuentas por Pagar	22,94%	20,23%	34,45%	31,33%	30,80%	27,95%	0,3662%
Cuentas por Pagar EERR	1,56%	1,26%	1,61%	1,56%	1,32%	1,46%	0,0003%
Otros Pasivos Circulante	0,46%	1,62%	2,99%	3,10%	2,98%	2,23%	0,0135%
Total Pasivo Circulante	27,24%	26,11%	42,96%	37,87%	36,44%	34,12%	0,5228%
Pasivo Largo Plazo	3,96%	3,86%	0,84%	0,70%	0,86%	2,04%	0,0291%
Patrimonio	68,80%	70,03%	56,20%	61,43%	62,70%	63,83%	0,3210%
Pasivo + Patrimonio	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	0,0000%

Fuente: En base a los estados financieros de Falabella

ANEXO 2: ANALISIS FINANCIEROS (CONTINUACION)

	Análisis Horizontal Estado de Resultado					
	2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	Promedio	Varianza
Resultado de Explotación						
Ventas Netas	8,82%	12,15%	15,34%	8,58%	11,22%	0,10%
Costo de Ventas	7,52%	13,60%	15,44%	8,26%	11,21%	0,15%
Margen Bruto	12,30%	8,39%	15,10%	9,42%	11,30%	0,09%
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	11,71%	10,59%	22,01%	9,31%	13,41%	0,34%
Recuperos	136,42%	11,29%	45,33%	12,01%	51,26%	34,75%
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	9,24%	10,56%	21,00%	9,17%	12,49%	0,33%
Fee	2,64%	12,43%	11,15%	-1,63%	6,15%	0,46%
Margen Operacional	23,99%	0,65%	-10,24%	8,76%	5,79%	2,08%
No Operacionales						
Ingresos Financieros	-22,82%	-73,08%	191,32%	-47,79%	11,91%	147,27%
Otros Ingresos Fuera Explotación	28,69%	-18,00%	64,92%	-57,60%	4,50%	28,66%
Gastos Financieros	7,78%	5,91%	-41,07%	-40,93%	-17,08%	7,64%
Otros Egresos Fuera Explotación	40,00%	32,60%	81,48%	-79,26%	18,70%	47,28%
Corrección Monetaria	-176,31%	-219,33%	-616,25%	-50,01%	-265,47%	598,49%
Seguros de Cambio	-350,87%	-92,50%	1755,15%	-110,63%	300,29%	9545,88%
Resultado no Operacional	-197,79%	-85,68%	2440,15%	-78,98%	519,42%	16426,10%
Resultado Antes de Impuesto	7,03%	6,68%	-33,21%	40,04%	5,13%	8,98%
Impuesto a la renta	37,30%	-45,50%	33,80%	40,04%	16,41%	17,10%
Ultima Línea sin Emp. Relac.	2,53%	17,07%	-39,43%	40,04%	5,05%	11,18%

	Análisis Horizontal Balance General					
	2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	Promedio	Varianza
Balance						
Activos Circulantes						
Caja	25,63%	-56,49%	-66,52%	-612,91%	-177,57%	859,35%
Deudores Corto Plazo	38,35%	-15,89%	6,40%	-19,94%	2,23%	7,14%
Cuentas por Cobrar EERR	9,27%	46,69%	-10,71%	49,84%	23,77%	8,68%
Existencia	-12,71%	24,87%	9,63%	3,54%	6,33%	2,42%
Otros Activos Circulantes	32,64%	-12,38%	-46,17%	218,18%	48,07%	139,03%
Total Activos Circulantes	4,42%	6,52%	-5,22%	-1,72%	1,00%	0,29%
Activos Fijos	3,97%	-74,73%	24,80%	54,56%	2,15%	30,58%
Otros Activos	12,06%	-55,38%	59,57%	0,44%	4,17%	22,31%
Total Activos	4,23%	-29,34%	-0,45%	9,40%	-4,04%	3,01%
Pasivo Circulante						
Obligación con Bcos e Instituciones	37,02%	-7,20%	-51,71%	-22,46%	-11,09%	13,69%
Obligaciones con el público	0,00%	-100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Cuentas por Pagar	-8,08%	20,34%	-9,48%	7,56%	2,58%	2,00%
Cuentas por Pagar EERR	-15,65%	-9,95%	-3,79%	-7,38%	-9,19%	0,25%
Otros Pasivos Circulante	269,67%	30,28%	3,14%	5,29%	77,09%	166,33%
Total Pasivo Circulante	-0,10%	16,27%	-12,23%	5,26%	2,30%	1,40%
Pasivo Largo Plazo	1,62%	-84,57%	-17,86%	35,00%	-16,45%	25,39%
Patrimonio	6,10%	-43,29%	8,81%	11,66%	-4,18%	6,85%
Pasivo + Patrimonio	4,23%	-29,34%	-0,45%	9,40%	-4,04%	3,01%

Fuente: En base a los estados financieros de Falabella

ANEXO 2: ANALISIS FINANCIEROS (CONTINUACION)

Ratios Financieros	Reales					Proyectados					Ripley
	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	Promedio x2
Liquidez Corriente (Veces)	2,05	2,14	1,96	2,12	1,98	2,07	2,20	2,37	2,57	2,79	2,07
Liquidez Acida (Veces)	1,04	1,26	1,02	0,94	0,82	0,96	1,10	1,27	1,47	1,69	1,57
Capital de Trabajo (MM\$)	89.414	97.233	95.250	97.234	89.491	109.317	132.557	160.173	192.553	230.029	384.859
Razón Endeudamiento	31,2%	30,0%	43,8%	38,6%	37,3%	37,0%	35,7%	33,9%	31,9%	29,9%	46,6%
Deuda Corto Plazo	87,3%	87,1%	98,1%	98,2%	97,7%	97,6%	97,6%	97,6%	97,6%	97,6%	58,9%
Deuda Largo Plazo	12,7%	12,9%	1,9%	1,8%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	41,1%
Cobertura Gtos Financieros	6,8%	34,3%	5,647	10,620	4,504	17,732	19,461	21,902	24,373	370,148	1,267
Rentabilidad del Patrimonio	9,6%	9,3%	19,1%	10,6%	13,3%	14,8%	15,5%	16,3%	16,8%	17,0%	7,3%
Rentabilidad del Activo	6,6%	6,5%	10,7%	6,5%	8,4%	6,5%	6,9%	7,4%	7,8%	112,0%	3,9%
Rendimiento Activos Operacionales	6,6%	6,5%	10,7%	6,5%	8,4%	6,5%	6,9%	7,4%	7,8%	112,1%	4,9%
Deudores CP / Ventas	3,5%	4,5%	3,4%	3,1%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	39,1%
Cx EERR / Ventas	9,3%	9,3%	12,2%	9,4%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	0,5%
Existencia / Costo	28,1%	22,8%	25,1%	23,8%	22,8%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	25,7%
Otros AC / Ventas	0,9%	1,1%	0,8%	0,4%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	4,4%
Otros Activos / Ventas	0,1%	0,07%	0,03%	0,04%	0,04%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	22,3%
Obligaciones con BI / Costo	2,3%	3,0%	2,4%	1,0%	0,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	20,1%
Cuentas por Pagar / Costo	23,6%	20,2%	21,3%	16,7%	16,6%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	23,9%
CxP EERR / Costo	1,6%	1,3%	1,0%	0,8%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,2%
OPC / Costo	0,5%	1,6%	1,9%	1,7%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	4,7%
Pasivos LP / Costo	4,1%	3,8%	0,5%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	35,9%
Rentab. Activos Circulantes	9%	2%	4%	4%	1%	8,7%	9,0%	9,4%	9,8%	137,5%	4,1%
Rotación Activos Circulantes	2,39	2,49	2,63	3,19	3,53	3,26	3,07	2,87	2,67	2,48	1,61
Rentabilidad Flujo Caja	3,7%	0,7%	1,3%	1,3%	0,3%	2,7%	2,9%	3,3%	3,7%	55,5%	2,5%

Capital de Trabajo	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06
Activo Circulante	174.852	182.586	194.491	184.338	181.173
Pasivo Circulante	85.438	85.353	99.241	87.104	91.682
WK	89.414	97.233	95.250	97.234	89.491
Variación		7.819	-1.983	1.984	-7.743

Ventas	418.381	455.268	510.568	588.911	639.411	
Variación wk / Ventas		1,7%	-0,4%	0,3%	-1,2%	0,11% Promedio

Fuente: Propia, en base a los estados financieros de Falabella

ANEXO 3: CALCULO TASA DESCUENTO (WACC) FALABELLA

Costo Deuda

Rf = Bcu 5 años = 2,81	
Kb = Libor + spread = 5,93%	6,8%
Libor US\$	5,38%
Spread	0,55%
Devaluación Real Dólar año 2006	0,86%

Costo Patrimonio

Kp= Rf + Premio Beta Falabella	
Kp=	12,98%
Rf (Fuente: BTU 20 años del 29.12.2006)	2,86%
Premio (Fuente: Estudio MQA sobre base International Report Ibbotson 2006)	8,50%
Beta Falabella (Fuente: Regresión rentabilidades IGPA / Falabella últimos 3 años)	1,19

Estructura Deuda/Patrimonio

B/V	37,3%
P/V	62,7%
(B/V) * Kb * (1-Tc)	2,12%
(P/V) * (Kp)	8,14%
WACC	10,25%

Fuente: En base a información económica financiera publicada en la Bolsa de Valores; estudio MQA sobre la base internacional Report Ibbotson 2006 y; Estados de Resultado de Falabella.

ANEXO 4: PRECIOS ACCIONARIOS FALABELLA E IGPA ÚLTIMOS 3 AÑOS.

Periodo	Precio IGPA	Precio IGPA Ajustado IPC	Rentab IGPA	Precio Falabella	Precio Falab Ajustado	Rentab. Falabella
01/12/2003	7.336,67	8.131,63		1.048,00	1.161,56	
01/01/2004	7.079,38	7.860,93	-3,4%	1.010,00	1.121,50	-3,5%
02/02/2004	7.629,43	8.470,97	7,5%	1.220,00	1.354,57	18,9%
01/03/2004	7.474,34	8.263,93	-2,5%	1.185,00	1.310,18	-3,3%
01/04/2004	7.339,68	8.085,35	-2,2%	1.140,00	1.255,82	-4,2%
03/05/2004	7.207,75	7.898,72	-2,3%	1.190,10	1.304,19	3,8%
01/06/2004	7.518,78	8.204,02	3,8%	1.240,50	1.353,55	3,7%
01/07/2004	7.882,41	8.580,79	4,5%	1.449,90	1.578,36	15,4%
02/08/2004	8.238,23	8.934,29	4,0%	1.390,00	1.507,44	-4,6%
01/09/2004	8.562,71	9.281,41	3,8%	1.311,80	1.421,90	-5,8%
01/10/2004	8.805,95	9.517,32	2,5%	1.371,00	1.481,75	4,1%
01/11/2004	8.998,60	9.700,66	1,9%	1.411,30	1.521,41	2,6%
01/12/2004	8.956,28	9.691,39	-0,1%	1.350,00	1.460,81	-4,1%
03/01/2005	8.864,43	9.622,48	-0,7%	1.290,00	1.400,32	-4,2%
01/02/2005	9.178,15	9.972,44	3,6%	1.295,00	1.407,07	0,5%
01/03/2005	9.413,22	10.163,22	1,9%	1.280,10	1.382,09	-1,8%
01/04/2005	9.263,71	9.912,91	-2,5%	1.226,00	1.311,92	-5,2%
02/05/2005	9.199,45	9.817,56	-1,0%	1.235,10	1.318,09	0,5%
01/06/2005	9.521,44	10.119,33	3,0%	1.345,00	1.429,46	8,1%
01/07/2005	9.975,23	10.536,96	4,0%	1.460,10	1.542,32	7,6%
01/08/2005	9.757,51	10.276,92	-2,5%	1.370,30	1.443,24	-6,6%
01/09/2005	10.073,32	10.505,40	2,2%	1.461,00	1.523,67	5,4%
03/10/2005	9.786,64	10.156,99	-3,4%	1.340,00	1.390,71	-9,1%
01/11/2005	9.430,58	9.810,81	-3,5%	1.360,00	1.414,83	1,7%
01/12/2005	9.206,10	9.609,70	-2,1%	1.410,00	1.471,82	3,9%
02/01/2006	9.513,40	9.922,28	3,2%	1.407,00	1.467,47	-0,3%
01/02/2006	9.755,40	10.183,93	2,6%	1.517,50	1.584,16	7,7%
01/03/2006	9.930,98	10.306,80	1,2%	1.614,60	1.675,70	5,6%
03/04/2006	10.005,85	10.318,43	0,1%	1.700,00	1.753,11	4,5%
01/05/2006	9.922,55	10.207,55	-1,1%	1.565,00	1.609,95	-8,5%
01/06/2006	9.895,07	10.119,99	-0,9%	1.645,00	1.682,39	4,4%
03/07/2006	9.928,29	10.099,23	-0,2%	1.630,00	1.658,07	-1,5%
01/08/2006	10.297,86	10.447,43	3,4%	1.562,20	1.584,89	-4,5%
01/09/2006	10.678,19	10.831,54	3,6%	1.650,00	1.673,70	5,5%
02/10/2006	11.069,48	11.257,35	3,9%	1.695,10	1.723,87	3,0%
01/11/2006	11.705,40	11.924,21	5,8%	1.770,00	1.803,09	4,5%
01/12/2006	12.373,68	12.592,81	5,5%	1.870,00	1.903,12	5,4%

Fuente: Información publicada en Reuters

ANEXO 5: DETERMINACION TASA DESCUENTO ACTIVOS INTANGIBLES

Descripción	Valoración	% Partic. Valor	Tasa Descuento	Tasa Prom. Pond
Valor Empresa	377.588,58	100%	10,25%	
Valor Activos Circulantes	48.800,99	12,9%	5,80%	0,7%
Valor Activos Fijos	58.783,64	15,6%	6,58%	1,0%
Valor Activos Intangibles	-	71,5%	11,85%	8,5%
Validador				10,25%

Fuente: Propia

ANEXO 6: CALCULO DE DEPRECIACION DE VENTAS, VENTAS POTENCIALES Y MONTO DE VENTAS PARA CRECER

Determinación de Ventas actuales y Potenciales					Período de depreciación o vida útil													
					10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10			
% Ventas Actuales	% Ventas Potenciales	Ventas actuales depreciadas	Venta Actual	0	639.411													
83%	9%	575.470	639.411	1	575.470	63.941												
76%	9%	569.076	639.411	2	511.529	57.547	70.335											
71%	10%	562.043	639.411	3	447.588	51.153	63.302	77.369										
66%	10%	554.306	639.411	4	383.647	44.759	56.268	69.632	85.106									
61%	11%	545.795	639.411	5	319.706	38.365	49.235	61.895	76.595	93.616								
59%	11%	536.434	639.411	6	255.765	31.971	42.201	54.158	68.085	84.255	102.978							
57%	12%	526.136	639.411	7	191.823	25.576	35.168	46.421	59.574	74.893	92.680	113.276						
54%	13%	514.808	639.411	8	127.882	19.182	28.134	38.684	51.063	65.531	82.382	101.948	124.603					
52%	14%	502.348	639.411	9	63.941	12.788	21.101	30.948	42.553	56.170	72.084	90.620	112.143	137.063				
49%	15%	488.641	639.411	10	0	6.394	14.067	23.211	34.042	46.808	61.787	79.293	99.683	123.357	150.770			

Determinación de nivel de crecimiento de Ventas anuales

% Crecimiento Ventas	% Gto MKT a Crecimiento Ventas		Crecimiento Ventas															
7%	44%		51.153	1	51.153	51.153												
14%	60%		106.398	2	106.398	46.038	60.360											
19%	67%		154.876	3	154.876	40.922	54.324	59.629										
24%	70%		202.533	4	202.533	35.807	48.288	53.666	64.771									
28%	73%		248.840	5	248.840	30.692	42.252	47.703	58.294	69.898								
30%	72%		268.825	6	268.825	25.576	36.216	41.740	51.817	62.908	50.567							
31%	72%		289.261	7	289.261	20.461	30.180	35.777	45.340	55.919	45.510	56.073						
33%	71%		310.156	8	310.156	15.346	24.144	29.814	38.863	48.929	40.453	50.466	62.140					
34%	71%		331.521	9	331.521	10.231	18.108	23.852	32.386	41.939	35.397	44.859	55.926	68.825				
36%	70%		353.367	10	353.367	5.115	12.072	17.889	25.909	34.949	30.340	39.251	49.712	61.942	76.188			

Fuente: Propia.

ANEXO 7: DETERMINACIÓN FLUJO CAJA ACTIVOS TANGIBLES
Flujo Caja Activo Fijo

	2007	2008	2009	2010	2011
Ventas Netas	46.566	49.805	53.420	57.449	61.909
Costo de Ventas	-33.899	-36.108	-38.462	-41.076	-43.956
Margen Bruto	12.668	13.696	14.958	16.373	17.954
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-11.408	-11.428	-11.451	-11.478	-11.510
Resultado no Operacional	-11.408	-11.428	-11.451	-11.478	-11.510
Resultado Antes de Impuesto	1.259	2.268	3.506	4.895	6.444
Impuesto a la renta	-214	-386	-596	-832	-1.095
Ultima Línea sin Emp. Relac.	1.045	1.883	2.910	4.063	5.348
Depreciación	11.408	11.428	11.451	11.478	11.510
Incorporación Activo Fijo	-10.531	-10.768	-11.045	-11.371	-11.753
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-429	-772	-1.193	-1.666	-2.193
Valor Residual					68.776
Flujo Caja Activo Fijo	1.494	1.771	2.123	2.504	71.689
Validador	0	0	0	0	0

Flujo Caja Activo Circulante

	2007	2008	2009	2010	2011
Ventas Netas	5.602	6.220	6.957	7.736	8.550
Costo de Ventas	-4.078	-4.510	-5.009	-5.531	-6.070
Margen Bruto	1.524	1.711	1.948	2.205	2.479
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	0	0	0	0	0
Resultado no Operacional	1.524	1.711	1.948	2.205	2.479
Resultado Antes de Impuesto	3.048	3.421	3.896	4.410	4.959
Impuesto a la renta	-518	-582	-662	-750	-843
Ultima Línea sin Emp. Relac.	2.530	2.840	3.234	3.660	4.116
Variación Capital Trabajo	-482	-478	-473	-466	-459
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-1.037	-1.164	-1.326	-1.501	-1.687
Valor Residual					56.654
Flujo Caja Activo Ciculante	1.010	1.197	1.435	1.693	58.623
Validador	0	0	0	0	0

Fuente: Propia

Fuente: Propia en base a proyecciones de estados de resultados.

ANEXO 8: FLUJOS DE CAJA ACTIVOS INTANGIBLES

Flujo Caja Localización

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Ventas Netas	59.730	63.427	65.941	68.253	70.331	71.913	73.531	75.185	76.877	78.607	80.376	82.184	84.033	85.924	87.857	89.834	91.855	93.922	96.035	98.196	100.405	102.665	104.974	107.336	109.751	112.221	114.746	117.328	119.967	122.667
Costo de Ventas	-43.482	-45.985	-47.478	-48.801	-49.935	-51.058	-52.207	-53.382	-54.583	-55.811	-57.067	-58.351	-59.664	-61.006	-62.379	-63.782	-65.217	-66.685	-68.185	-69.719	-71.288	-72.892	-74.532	-76.209	-77.924	-79.677	-81.470	-83.303	-85.177	-87.093
Margen Bruto	16.248	17.442	18.464	19.452	20.396	20.855	21.324	21.804	22.294	22.796	23.309	23.833	24.370	24.918	25.479	26.052	26.638	27.237	27.850	28.477	29.118	29.773	30.443	31.128	31.828	32.544	33.276	34.025	34.791	35.573
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-18.022	-19.252	-20.278	-21.256	-22.173	-22.672	-23.182	-23.704	-24.237	-24.782	-25.340	-25.910	-26.493	-27.089	-27.699	-28.322	-28.959	-29.611	-30.277	-30.958	-31.655	-32.367	-33.095	-33.840	-34.601	-35.380	-36.176	-36.990	-37.822	-38.673
Resultado no Operacional	-1.773	-1.809	-1.814	-1.804	-1.777	-1.817	-1.858	-1.900	-1.943	-1.986	-2.031	-2.077	-2.123	-2.171	-2.220	-2.270	-2.321	-2.373	-2.427	-2.481	-2.537	-2.594	-2.653	-2.712	-2.773	-2.836	-2.899	-2.965	-3.031	-3.100
Resultado Antes de Impuesto	14.475	15.633	16.649	17.648	18.619	19.038	19.466	19.904	20.352	20.810	21.278	21.757	22.246	22.747	23.259	23.782	24.317	24.864	25.424	25.996	26.580	27.179	27.790	28.415	29.055	29.708	30.377	31.060	31.759	32.474
Impuesto a la renta	-2.461	-2.658	-2.830	-3.000	-3.165	-3.236	-3.309	-3.384	-3.460	-3.538	-3.617	-3.699	-3.782	-3.867	-3.954	-4.043	-4.134	-4.227	-4.322	-4.419	-4.519	-4.620	-4.724	-4.831	-4.939	-5.050	-5.164	-5.280	-5.399	-5.521
Ultima Linea sin Emp. Relac.	12.014	12.975	13.819	14.648	15.454	15.801	16.157	16.520	16.892	17.272	17.661	18.058	18.464	18.880	19.305	19.739	20.183	20.637	21.102	21.576	22.062	22.558	23.066	23.585	24.115	24.656	25.213	25.780	26.360	26.953
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-4.926	-5.320	-5.666	-6.006	-6.336	-6.479	-6.624	-6.773	-6.926	-7.082	-7.241	-7.404	-7.570	-7.741	-7.915	-8.093	-8.275	-8.461	-8.652	-8.846	-9.045	-9.249	-9.457	-9.670	-9.887	-10.110	-10.337	-10.570	-10.808	-11.051
Flujo Caja Localización	7.088	7.655	8.153	8.642	9.118	9.323	9.532	9.747	9.966	10.191	10.420	10.654	10.894	11.139	11.390	11.646	11.908	12.176	12.450	12.730	13.016	13.309	13.609	13.915	14.228	14.548	14.876	15.210	15.552	15.902
Validador	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Flujo Caja Ventas

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Resultado de Explotación	578.666	626.357	667.969	708.507	747.462	836.324	855.141	874.382	894.055	914.172
Ventas Netas	578.666	626.357	667.969	708.507	747.462	836.324	855.141	874.382	894.055	914.172
Costo de Ventas	-421.251	-454.109	-480.938	-506.582	-530.698	-593.790	-607.150	-620.811	-634.779	-649.062
Margen Bruto	157.415	172.248	187.031	201.924	216.764	242.534	247.991	253.571	259.276	265.110
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-129.400	-138.992	-146.985	-154.599	-161.732	-222.484	-227.490	-232.608	-237.842	-243.194
Fee	5.447	5.882	6.265	6.641	7.006	7.163	7.325	7.489	7.658	7.830
Margen Operacional	33.462	39.139	46.310	53.966	62.037	27.213	27.826	28.452	29.092	29.747
No Operacionales										
Ingresos Financieros	448	484	515	546	576	589	602	616	630	644
Otros Ingresos Fuera Explotación	2.969	3.207	3.415	3.620	3.819	3.905	3.993	4.083	4.175	4.269
Gastos Financieros	-1.036	-1.119	-1.191	-1.263	-1.332	-1.362	-1.393	-1.424	-1.456	-1.489
Otros Egresos Fuera Explotación	-2.072	-2.237	-2.383	-2.526	-2.665	-2.725	-2.786	-2.849	-2.913	-2.978
Corrección Monetaria	-3.064	-4.052	-5.098	-6.255	-7.537	-8.955	-9.615	-10.278	-10.940	-11.599
Seguros de Cambio	207	224	238	253	266	272	272	272	272	272
Resultado no Operacional	-2.548	-3.494	-4.504	-5.625	-6.872	-8.275	-8.926	-9.580	-10.233	-10.882
Resultado Antes de Impuesto	30.914	35.645	41.807	48.342	55.165	18.939	18.900	18.872	18.859	18.865
Impuesto a la renta	-5.255	-6.060	-7.107	-8.218	-9.378	-3.220	-3.213	-3.208	-3.206	-3.207
Ultima Linea sin Emp. Relac.	25.659	29.585	34.699	40.124	45.787	15.719	15.687	15.664	15.653	15.658
Ajustes										
Gastos Financieros antes implo.	1.036	1.119	1.191	1.263	1.332	1.362	1.393	1.424	1.456	1.489
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-4.472	-5.715	-7.465	-9.331	-11.291	-6.445	-6.432	-6.422	-6.418	-6.420
Incorporación Activo Fijo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos y egresos fuera explot.	-1.105	-1.193	-1.271	-1.347	-1.421	-1.453	-1.480	-1.507	-1.535	-1.563
Corr. Monetaria	3.064	4.052	5.098	6.255	7.537	8.955	9.615	10.278	10.940	11.599
Ingresos Financieros	-448	-484	-515	-546	-576	-589	-602	-616	-630	-644
Capital de Trabajo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valor Residual										
Flujo Caja Clientes actua	23.734	27.364	31.739	36.417	41.369	17.549	18.181	18.821	19.468	20.120
Gtos Marketing	-13.121	-14.170	-15.091	-15.997	-16.877	-17.256	-17.645	-18.042	-18.448	-18.863
Otros Gav	-116.279	-124.821	-131.894	-138.602	-144.855	-205.227	-209.845	-214.567	-219.394	-224.331

Fuente: Propia

Valoración de Activos Intangibles “Caso Falabella”

ANEXO 9: DETERMINACIÓN FLUJOS DE CAJA DE VENTAS

FLUJO CAJA FUTURO VENTAS ACTUALES

% Participación Flujo Caja Ventas	83%	76%	71%	66%	61%	59%	57%	54%	52%	49%
Resultado de Explotación	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas Netas	482.222	477.930	472.659	466.455	459.285	493.959	484.477	474.046	462.573	449.952
Costo de Ventas	-351.043	-346.499	-340.314	-333.515	-326.093	-350.711	-343.979	-336.573	-328.427	-319.466
Margen Bruto	131.179	131.431	132.345	132.940	133.193	143.248	140.498	137.473	134.146	130.486
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-96.899	-95.243	-93.329	-91.250	-89.008	-121.214	-118.887	-116.327	-113.512	-110.415
Comisiones	4.539	4.488	4.433	4.372	4.305	4.231	4.150	4.060	3.962	3.854
Margen Operacional	38.819	40.677	43.448	46.061	48.490	26.265	25.761	25.206	24.596	23.925
No Operacionales										
Ingresos Financieros	373	369	364	359	354	348	341	334	326	317
Otros Ingresos Fuera Explotación	2.475	2.447	2.417	2.384	2.347	2.307	2.262	2.214	2.160	2.101
Gastos Financieros	-863	-854	-843	-831	-819	-805	-789	-772	-754	-733
Otros Egresos Fuera Explotación	-1.726	-1.707	-1.686	-1.663	-1.637	-1.609	-1.578	-1.544	-1.507	-1.466
Corrección Monetaria	-2.554	-3.092	-3.608	-4.118	-4.631	-5.289	-5.447	-5.722	-6.060	-6.466
Seguros de Cambio	173	171	169	166	164	161	154	148	141	134
Resultado no Operacional	-2.123	-2.666	-3.187	-3.703	-4.223	-4.887	-5.057	-5.194	-5.294	-5.356
Resultado Antes de Impuesto	36.696	38.011	40.261	42.358	44.267	21.378	20.704	20.013	19.302	18.569
Impuesto a la renta	-6.238	-6.462	-6.844	-7.201	-7.525	-3.634	-3.520	-3.402	-3.281	-3.157
Ultima Línea sin Emp. Relac.	30.458	31.549	33.417	35.157	36.742	17.744	17.184	16.611	16.021	15.413
Ajustes										
Gastos Financieros antes impto.	863	854	843	831	819	805	789	772	754	733
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-3.727	-4.361	-5.282	-6.143	-6.938	-3.807	-3.644	-3.482	-3.320	-3.160
Incorporación Activo Fijo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos y egresos fuera explot.	-921	-911	-899	-887	-873	-858	-838	-817	-794	-769
Corr. Monetaria	2.554	3.092	3.608	4.118	4.631	5.289	5.447	5.722	6.060	6.466
Ingresos Financieros	-373	-369	-364	-359	-354	-348	-341	-334	-326	-317
Capital de Trabajo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valor Residual	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Caja Ventas Actuales	28.854	29.854	31.322	32.717	34.027	18.825	18.598	18.322	17.995	17.609

FLUJO CAJA FUTURO VENTAS POTENCIALES

% Participación Gtos Marketing	56%	40%	33%	30%	27%	28%	28%	29%	29%	30%
% Participación Flujo Caja Ventas	9%	9%	10%	10%	11%	11%	12%	13%	14%	15%
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Resultado de Explotación	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas Netas	53.580	59.070	65.065	71.617	78.778	94.824	104.307	114.737	126.211	138.832
Costo de Ventas	-39.005	-42.826	-46.846	-51.206	-55.932	-67.325	-74.058	-81.463	-89.610	-98.571
Margen Bruto	14.575	16.244	18.218	20.411	22.846	27.499	30.249	33.274	36.601	40.261
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-18.056	-17.411	-17.875	-18.743	-19.880	-28.049	-30.561	-33.326	-36.367	-39.710
Comisiones	504	555	610	671	738	812	893	983	1.081	1.189
Margen Operacional	-2.976	-612	953	2.339	3.704	263	581	930	1.315	1.741
No Operacionales										
Ingresos Financieros	41	46	50	55	61	67	73	81	89	98
Otros Ingresos Fuera Explotación	275	302	333	366	403	443	487	536	589	648
Gastos Financieros	-96	-106	-116	-128	-140	-154	-170	-187	-206	-226
Otros Egresos Fuera Explotación	-192	-211	-232	-255	-281	-309	-340	-374	-411	-452
Corrección Monetaria	-284	-382	-497	-632	-794	-1.015	-1.173	-1.349	-1.544	-1.762
Seguros de Cambio	19	21	23	26	28	31	33	36	38	41
Resultado no Operacional	-236	-329	-439	-569	-724	-938	-1.089	-1.257	-1.445	-1.653
Resultado Antes de Impuesto	-3.212	-941	515	1.770	2.979	-676	-508	-327	-130	88
Impuesto a la renta	546	160	-88	-301	-506	115	86	56	22	-15
Ultima Línea sin Emp. Relac.	-2.666	-781	427	1.469	2.473	-561	-421	-271	-108	73
Ajustes										
Gastos Financieros antes impto.	96	106	116	128	140	154	170	187	206	226
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-414	-539	-727	-943	-1.190	-731	-784	-843	-906	-975
Incorporación Activo Fijo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos y egresos fuera explot.	-102	-113	-124	-136	-150	-165	-180	-198	-217	-237
Corr. Monetaria	284	382	497	632	794	1.015	1.173	1.349	1.544	1.762
Ingresos Financieros	-41	-46	-50	-55	-61	-67	-73	-81	-89	-98
Capital de Trabajo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valor Residual	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Caja Ventas Potenciales	-2.844	-991	139	1.095	2.007	-353	-117	143	431	751

FLUJO CAJA FUTURO CRECIMIENTO VENTAS

% Participación Gtos Marketing	44%	60%	67%	70%	73%	72%	72%	71%	71%	70%
% Participación Flujo Caja Ventas	7%	14%	19%	24%	28%	30%	31%	33%	34%	36%
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Resultado de Explotación	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas Netas	42.864	89.357	130.245	170.434	209.398	247.540	266.358	285.598	305.272	325.388
Costo de Ventas	-31.204	-64.784	-93.777	-121.860	-148.673	-175.754	-189.114	-202.775	-216.743	-231.025
Margen Bruto	11.660	24.573	36.469	48.574	60.725	71.787	77.244	82.823	88.529	94.363
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-14.445	-26.338	-35.782	-44.605	-52.844	-73.221	-78.042	-82.955	-87.963	-93.069
Comisiones	403	839	1.222	1.597	1.963	2.120	2.281	2.446	2.615	2.787
Margen Operacional	-2.381	-926	1.909	5.566	9.844	685	1.484	2.315	3.181	4.080
No Operacionales										
Ingresos Financieros	33	69	100	131	161	174	188	201	215	229
Otros Ingresos Fuera Explotación	220	458	666	871	1.070	1.156	1.244	1.334	1.426	1.519
Gastos Financieros	-77	-160	-232	-304	-373	-403	-434	-465	-497	-530
Otros Egresos Fuera Explotación	-153	-319	-465	-608	-747	-806	-868	-930	-995	-1.060
Corrección Monetaria	-227	-578	-994	-1.505	-2.111	-2.650	-2.995	-3.357	-3.736	-4.129
Seguros de Cambio	15	32	46	61	75	81	85	89	93	97
Resultado no Operacional	-189	-498	-878	-1.353	-1.925	-2.449	-2.780	-3.129	-3.494	-3.873
Resultado Antes de Impuesto	-2.570	-1.424	1.030	4.213	7.919	-1.764	-1.297	-814	-313	207
Impuesto a la renta	437	242	-175	-716	-1.346	300	220	138	53	-35
Ultima Línea sin Emp. Relac.	-2.133	-1.182	855	3.497	6.573	-1.464	-1.076	-675	-260	172
Ajustes										
Gastos Financieros antes impto.	77	160	232	304	373	403	434	465	497	530
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-331	-815	-1.456	-2.245	-3.163	-1.908	-2.003	-2.098	-2.191	-2.285
Incorporación Activo Fijo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos y egresos fuera explot.	-82	-170	-248	-324	-398	-430	-461	-492	-524	-556
Corr. Monetaria	227	578	994	1.505	2.111	2.650	2.995	3.357	3.736	4.129
Ingresos Financieros	-33	-69	-100	-131	-161	-174	-188	-201	-215	-229
Capital de Trabajo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valor Residual	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Caja Crecimiento Ventas	-2.275	-1.499	278	2.605	5.335	-922	-299	356	1.043	1.760
Validación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: Propia