



**UNIVERSIDAD DE CHILE**  
**FACULTAD DE ECONOMIA Y NEGOCIOS**  
**Escuela de Economía y Administración**

## **VALORACION DE ACTIVOS INTANGIBLES**

### **CASO LA POLAR**

**SEMINARIO PARA OPTAR AL TITULO DE INGENIERO COMERCIAL**  
**MENCION ADMINISTRACION**

**Integrantes: José Daniel Espinoza Valladares.**  
**Paola José Lara Abdo.**  
**Danilo Enrique Ramírez Pérez.**

**Profesores Guía: Marcelo Mauricio González Araya.**  
**Juan Pablo Miranda Neriz.**

**Santiago, Chile**  
**2008**

## **DEDICATORIA**

Dedicado a mi familia por todo el apoyo y comprensión durante estos largos cinco años, especialmente a mi hermano Sebastián que desde el cielo siempre ha estado conmigo.

También gracias mis amigos por tolerarme y darme su cariño. En esta etapa pasaron a ser hermanos de toda la vida.

“Cada uno de ustedes fueron pilares en mi crecimiento”

### **Danilo Ramírez Pérez**

Este trabajo se lo dedico especialmente a mi Padre, Jorge. Mi sacrificio, no se comparará nunca con el tuyo. Muchas gracias por haberme permitido cumplir mi sueño.

A mi familia, por su apoyo y su amor incondicional en todo momento. A Julio. Por seguir apoyándome a pesar de todo.

A todos mis amigos.... A los que quiero con todo mi corazón. A los que me dieron su mano, cuando sentí caer. A los que me entregaron su corazón.... A todos ustedes...Muchas gracias...

A mi Dios, que me dio todas las herramientas para seguir adelante. A su apoyo y a su amor.

Y a mis hermanos Tesistas: José y Danilo...Por que me dieron un hogar....por que me permitieron seguir viviendo....y por convertirme en su amiga.

### **Paola Lara Abdo**

“El tiempo se detiene...es hora de mirar atrás, reflexionar, tomar aliento y seguir”...Me pregunto porqué los seres humanos absurdamente necesitamos eventos que marquen un antes y un después. Este es uno de esos momentos y seguramente estén esperando que dedique este trabajo a alguien en especial, siento decepcionarlos pero no lo haré. Prefiero dedicar lo que soy, con defectos y virtudes, a todas las personas que han contribuido de algún u otro modo a formarme, especialmente a aquellos que me dieron la vida. Este es tan sólo un pequeño evento dentro de la historia de mi existencia... a la que espero encontrar un sentido profundo en el final de mis días...

### **José Espinoza Valladares**

## **AGRADECIMIENTOS**

Queremos dar nuestros más francos agradecimientos a nuestros profesores guías, Marcelo González Araya y Juan Pablo Miranda Neriz., por su colaboración y apoyo incondicional para desarrollar este Seminario. Ellos nos orientaron desde el primer momento proponiéndonos el tema de nuestra tesis para luego apoyarnos desde un punto de vista teórico y técnico, lo que fue gravitante para la culminación de este trabajo. Por lo anteriormente expuesto manifestamos un enorme reconocimiento.

## INDICE

RESUMEN EJECUTIVO	6
OBJETIVOS	7
Objetivos Generales	7
Objetivos Específicos	7
INTRODUCCION	8
CAPITULO I: MARCO TEORICO Y LEGISLATIVO	10
1.1 Activos Intangibles	10
1.2 Innovación, Desintegración Vertical y Externalización	17
1.3 Factores generadores de Beneficios y de Costos	20
1.4 Normas Contables	25
1.4.1 Concepto e Implementación de la NIC 38	25
1.4.2 Reconocimiento y Valorización de los Activos	26
1.4.3 Comparación con Plan General	29
1.4.4 Categoría de los Activos Intangibles	30
CAPITULO II: MODELOS DE VALORIZACION	32
2.1 Prima de Precio	32
2.2 Ingreso Residual	32
2.3 Modelo Capital Intelectual	33
2.4 Modelo Económico de Capital Intelectual	33
2.5 Método de Valoración de Interbrand	36
2.6 Método de Damodaran	36
2.7 Método Tech Factor	39
2.8 Valor de mercado o comercial	39
2.9 Método de Ranking	39
2.10 Método basado en Costo	40
2.11 Valoración de la ventaja competitiva	41
2.12 Método de Múltiplos	42
2.12.1 Múltiplos de transacciones Comparables	42
2.12.2 Múltiplos de Cotización en Bolsa	43
2.13 Opciones Reales	43
2.14 Flujo de Caja Descontado	47
2.14.1 Método del Valor Actual Ajustado	48
2.14.2 Método del Flujo de Capital	49
2.14.3 Método del Wacc	51

<b>CAPITULO III: DESCRIPCIÓN SECTOR RETAIL Y CASO PRACTICO LA POLAR</b>	<b>55</b>
3.1 Descripción del Sector	56
3.2 Definición de Retail: Mercado Chileno	58
3.3 Posicionamiento Empresas del Sector Retail	59
3.4 Indicadores Claves	60
3.5 Reseña La Polar	63
3.6 Estructura y Negocios	64
3.7 Estructura de Propiedad	65
3.8 Fortalezas y Riesgos	66
3.9 Situación Financiera	67
<b>CAPITULO IV: APLICACIÓN CASO PRACTICO LA POLAR</b>	<b>69</b>
4.1 Construcción y Proyección del Flujo de Caja Libre para La Polar	69
4.2 Tasas de Descuento	73
4.3 Valor Total de la Empresa	75
4.4 Sensibilización	76
4.5 Desglose por activos	77
4.5.1 Tipos de Activos Tangibles y Valor Asociado	77
4.5.2 Tipos de Activos Intangibles y Valor Asociado	82
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>93</b>
<b>BIBLIOGRAFIA Y FUENTES DE CONSULTAS</b>	<b>95</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>98</b>

## RESUMEN EJECUTIVO

Este Seminario se enmarca en la importancia que han tomado los activos intangibles como generadores de valor para las organizaciones. En esta línea nuestros objetivos apuntan a otorgar una revisión detallada de las proposiciones y autores que más destacan en el tema de intangibles, enfocándonos especialmente en el sector Retail, para luego con una metodología práctica, moviéndonos dentro del marco de las Normas Contables Internacionales, valorar La Polar.

Ya situados en nuestra investigación se hace uso de la metodología de Flujo de Caja Descontado, específicamente el WACC, para valorar La Polar. Este tipo de valoración es el que mejor se ajusta a la NIC 38, ya que identifica de forma clara la fuente y los flujos asociados a los activos intangibles. La Valoración es realizada tanto de una forma estática como dando una distribución de probabilidad para las tasas que afectan la evaluación a partir de Simulación de Montecarlo, obteniendo un rango de fluctuación para el valor de la empresa.

Posteriormente se identifica qué parte de este valor es generado por los activos tangibles que posee la empresa, realizando un desglose por tipo de activos. Una vez identificado este valor se procede a valorar el activo intangible ubicación. Finalmente, a partir de la construcción de un flujo de caja ventas, el que luego es desglosado según ventas actuales, potenciales y crecimiento en ventas, se asignan distintos flujos a los activos intangibles restantes Tarjeta de Crédito, Marca y Clientes, para luego descontarlos y obtener su valor final.

Los resultados obtenidos nos indican que un 37,7% de valor de La Polar corresponde a los Activos Intangibles, del cual un 6,1% corresponde a los Activos Circulantes, un 18,2% a los Activos Fijos y un 13,4% a Otros Activos. Del Valor restante un 58,4% es asignado a los activos Intangibles, del cual un 3,7% corresponde al activo Marca, un 16,5% al Activo Tarjeta de Crédito o Medio de Pago, un 4,1% a los Clientes y un 34,1% al Activo Marca. Finalmente un 3,9% que no fue posible identificar fue asignado a la categoría de Activos Intangibles no Identificables.

## **OBJETIVOS**

### **Objetivos Generales**

Este trabajo tiene por objeto identificar y valorar los activos intangibles de nuestro caso práctico: La Polar. La finalidad es cuantificar y determinar de que manera los activos intangibles aportan al valor económico de la Tienda por departamento. Con el análisis conceptual, legal y técnico, se desarrollará y planteará una metodología práctica para realizar la valorización total como desglosada, cuantificando también el valor de los activos tangibles.

### **Objetivos Específicos**

- Conceptualizar los activos intangibles, identificando características, beneficios y costos que generan en el valor económico de la empresa en estudio.
- Desarrollar y explicar las Normas Contables, las cuales nos permitirán valorar según estándares internacionales reconocidos.
- Identificar los activos intangibles para La Polar, 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).
- Exponer algunos métodos de valorización existentes y fundamentar la metodología aplicada para la empresa en estudio.
- Establecer la importancia relativa que representa cada intangible en el valor económico de la empresa.

## INTRODUCCION

El desarrollo de una economía basada en el conocimiento ha provocado que las empresas experimenten cambios en la forma de creación de valor y, paralelamente, se han hecho más evidentes las limitaciones de la contabilidad tradicional. Debido a éstos cambios hemos presenciado cómo se ha multiplicado el número de propuestas para complementar o quizás para cambiar la contabilidad financiera.

La riqueza y el crecimiento en la economía de hoy en día vienen determinados principalmente por los activos intangibles. Beneficios anormales, posiciones competitivas dominantes y, en ocasiones, situaciones temporales de monopolio, son el resultado de la utilización juiciosa de intangibles, en conjunto con otros tipos de activos.

Uno de los principales aspectos discutidos en este trabajo ha sido la aplicación de una metodología que permita identificar y valorar los activos intangibles, los cuales son generadores de valor de las empresas. Los resultados obtenidos serán una herramienta para la gestión y toma de decisiones de nuestro caso práctico, La Polar.

La primera parte del presente trabajo hace referencia al marco teórico y a los aspectos legales asociados a las Normas de Contabilidad Internacional. Se definen los activos intangibles citando a autores pioneros y señalando además los beneficios y sus costos asociados. En términos generales nos referimos a la globalización del comercio, la desregulación y los cambios tecnológicos como causantes de que las empresas cambien sus formas de actuar. La mayoría de los cambios están asociados a la innovación, la desintegración vertical, y la externalización. Los intangibles son determinantes de estos factores. Se hace referencia también a los activos intangibles según la normativa contable internacional, se revisan los conceptos e implementación de la NIC 38, el reconocimiento y la valorización de los activos así como el comparativo de lo establecido en dicha norma con el plan general contable.

Posteriormente, la segunda parte, trata en profundidad los modelos de valorización de empresas existentes en el mercado, los que exponen distintos puntos de vista al momento de desarrollar una valorización económica de empresas. Se realiza un análisis exhaustivo de cada método, proponiendo al final, el método de Flujo de Caja Descuento, que es el método permitido por la normativa contable



internacional. Es importante destacar, que no existe un modelo totalmente aceptado para la valorización de los activos intangibles, lo cual trae consigo diferencias en los valores de los activos intangibles obtenidos. El problema de la medición de los intangibles y a la difusión de información, debido a sus especiales características - elevado riesgo, ausencia de control completo sobre los beneficios que generan y ausencia de mercado organizado-, ocasionan mayor incertidumbre acerca del método que debe ser utilizado.

La tercera parte realiza una descripción del sector retail: tiendas por departamento, supermercados, multitiendas y comercio minorista. Se realiza una descripción y se define el posicionamiento de las principales empresas de Chile finalizando con un análisis financiero de cada una de ellas. En éste punto se hace mención a la empresa en que se enfoca nuestro trabajo “La Polar”, donde se revisa su historia, su estructura, negocios, fortalezas y riesgos y por último se examina su situación financiera.

La cuarta parte del trabajo corresponde al desarrollo del modelo con el cual se valorarán los activos intangibles de La Polar. Este proceso consta de tres partes, las cuales corresponden a la valorización económica de la empresa, a la determinación del valor económico de los activos tangibles y, por último la identificación y valorización económica de los activos intangibles, según lo establecido 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 Polar, con el fin último de entregar una herramienta para la gestión y optimización de los recursos de la empresa.

## **CAPITULO I: MARCO TEORICO Y LEGISLATIVO**

### **1.1 Activos Intangibles**

En la actualidad, los activos intangibles son parte importante del valor de mercado de las empresas y organizaciones en general. La introducción de nuevas tecnologías de información, la intensificación de la competencia y la desregularización, han forzado a las empresas a modificar radicalmente sus estructuras y los intangibles representan hoy los activos principales de éstas organizaciones.

Durante el desarrollo de la economía, se ha destacado la importancia de los activos intangibles como los elementos generadores de valor, teniendo en cuenta que contablemente se da mayor importancia a los recursos físicos y monetarios, sin tener presente que la identificación de los activos intangibles es una nueva realidad, la cual le proporciona a quien los valora: mayor eficiencia y verdaderas fuentes de creación de valor.

La literatura reconoce dos tipos de activos en la economía: Activos Tangibles y Activos Intangibles. Los activos tangibles se definen como aquellos bienes de naturaleza material susceptibles de ser percibidos por los sentidos, por ejemplo: materias primas, maquinaria, terrenos y equipos. Los activos intangibles suelen ser definidos como activos que carecen de sustancia física, que resultan de derechos legales o contractuales y pueden generar beneficios futuros. También son activos intangibles las capacidades que se generan en la organización cuando los recursos empiezan a trabajar en conjunto.

En la industria del comercio se destacan principalmente como activos intangibles aquellas variables asociadas a posicionamiento: prestigio, confianza, calidad, status, marca y liderazgo. En cambio, los principales activos tangibles corresponden a: los terrenos y edificios, muebles y útiles, equipos computacionales y otros.

A medida que continuemos avanzando en nuestro análisis podremos observar que el valor que entregan los intangibles en la industria del retail, permiten generar satisfacción y lealtad al sector, lo cual supera con creces el valor de sus activos tangibles.

En definitiva un intangible es todo aquello que una organización utiliza para crear valor, pero que no se contabiliza.

El Comité de Normas de Contabilidad (IASB) emisora de las Normas Internacionales de Información Financiera, mas conocidas como Normas Internacionales de Contabilidad, en su NIC N° 38, define los activos intangibles como: "un activo identificable, de carácter no monetario y sin apariencia física, que se tiene para ser utilizado en la producción o suministro de bienes y servicios, para ser arrendado a terceros o para funciones relacionadas con la administración de la entidad."

También se describe a los intangibles como: la diferencia entre los costos para adquirir una empresa y el valor neto de sus activos tangibles (y financieros). El razonamiento para explicar el exceso de valor de las acciones en el mercado de capitales por sobre el valor libro de la empresa, pierde claridad al momento de evaluar cada uno de los componentes.

Lev (2003) define a los activos intangibles como "derechos sobre beneficios futuros que no tienen sustancia física o naturaleza financiera".

Johnson y Kaplan (1987) afirman que "el valor económico de una organización no es únicamente la suma de los valores de sus activos tangibles, sino que también incluye el valor de activos intangibles como el stock de productos innovadores, el conocimiento de procesos de producción flexibles y de alta calidad, el talento de los empleados, la fidelidad del cliente, la sensibilidad hacia el producto, la confianza en los proveedores,...".

Cañibano, García-Ayuso y Sánchez (1999) señalan: "La lógica económica sobre la que se fundamenta la clasificación de un intangible como activo radica en su potencial para la generación de beneficios futuros. Desde un punto de vista económico

no existe una base sobre la cual se pueda establecer una clara distinción entre activos tangibles e intangibles, ya que ambos constituyen fuentes generadoras de beneficios económicos futuros para la empresa y forman parte de su patrimonio como resultado de acontecimientos o transacciones pasadas”.

“A lo largo de las dos últimas décadas nos hemos movido progresivamente hacia una economía basada en el conocimiento, intensiva en tecnología y en constante cambio, en la cual, las inversiones en recursos humanos, tecnología, investigación y desarrollo (I + D) y publicidad se han convertido en esenciales de cara al fortalecimiento de la posición competitiva de la empresa y a asegurar su futura viabilidad”. “En este contexto las empresas tienen una creciente necesidad de invertir en intangibles, que en buena medida constituyen la base de su éxito futuro, pero que en la mayoría de las ocasiones no aparecen reflejadas en su balance (Cañibano, García-Ayuso y Sánchez 1999).

El estudio de los intangibles, ha sido abordado de varios puntos de vista, ya sea como activos intangibles, activos de conocimiento, y capital intelectual, todos son términos ampliamente divulgados. Activo intangible en la literatura contable, activos de conocimiento en la literatura económica, y capital intelectual en la literatura de dirección estratégica de empresas; pero ellos se refieren esencialmente a la misma cosa: características no físicas que generan beneficios económicos futuros para la empresa.

Según la literatura económica, los activos de conocimiento son difíciles de “comprar y vender”, por lo que, en la mayoría de los casos, son aquellos generados y explotados en la propia empresa, para poder conseguir el máximo valor de los mismos.

Teece (2001) señala que, “el conocimiento individual es más fácil de comercializar”, puesto que las personas son más fácilmente trasladables, pero el conocimiento organizacional está encapsulado en los propios procesos organizacionales, procedimientos, rutinas y estructuras de la propia empresa. Este conocimiento no puede ser trasladado sin mover conjuntamente a grupos de personas, los cuales tienen establecidos patrones de trabajo conjunto.

La gestión del conocimiento implicará, pues, además de distinguir entre los distintos tipos de conocimiento, como tácito y explícito, individual y colectivo, y sobre la forma en que se puede pasar de uno a otro, considerar la interdependencia existente entre el conocimiento y el contexto organizacional (Ciborra y Andreu, 2001).

La gestión del conocimiento es un concepto aplicado a las empresas, que pretende transferir el conocimiento y experiencia existente en los empleados, de modo que pueda ser utilizado como un recurso disponible para otros en la organización.

Usualmente el proceso requiere técnicas para capturar, organizar, almacenar el conocimiento de los trabajadores, para transformarlo en un activo intelectual que preste beneficios y se pueda compartir.

En la industria del comercio, la gestión del conocimiento es fundamental para el crecimiento del sector. Cada una de las etapas de ventas es importante para transmitir al cliente la eficiencia y calidad del servicio. Los trabajadores que logran entender las necesidades del cliente entregando el producto que buscan por medio de un servicio personalizado, generan sinergias cuando la venta está desarrollada correctamente por que se logra satisfacer al consumidor. La experiencia de los trabajadores contribuye a entender con mayor claridad que es lo que buscan y la comunicación con sus superiores permite mejorar los sistemas de ventas utilizados (feedback). Al transferir éstos conocimientos a sus superiores se contribuye a mejorar los sistemas del comercio en general (venta, pago cuentas, devoluciones etc.), lo cual favorece directamente a mejorar sistemas internos, como por ejemplo: logística (inversa, que causa muchas perdidas a la industria del comercio), centros de pago, captación de clientes, etc., lo cual a la larga agrega valor a la empresa.

La excelencia en el servicio sólo es posible cuando la satisfacción de las expectativas del cliente ha sido superada. Ignorar cuales son los valores de los clientes es una actitud arrogante y descuidada, porque el *valor* es lo que realmente motivará una transacción y sin embargo, es subjetivo.

Steward (1997), define el Capital Intelectual como “material intelectual, conocimiento, información, propiedad intelectual, experiencia, que puede utilizarse para crear valor. Es fuerza cerebral colectiva”. Es difícil de identificar y aún más de distribuir eficazmente. Pero quien lo encuentra y lo explota, triunfa. El mismo autor afirma que en la nueva era, la riqueza es producto del conocimiento. Este y la información se han convertido en las materias primas fundamentales de la economía y sus productos más importantes.

Los investigadores Moon, Yun Ji (2006), han reconocido al Capital Intelectual como: “conocimiento, experiencias, habilidades, y activos soft asociados, en vez del capital físico o financiero”. Por esto el Capital Intelectual es un poderoso activo de las empresas que les permite generar valor y ventaja competitiva. Por tanto, podemos decir que el Conocimiento es un activo del Capital Intelectual.

Según Campos (1998), el Capital Intelectual se puede definir como: “el conjunto de Activos Intangibles de una organización que, pese a no estar reflejados en los estados contables tradicionales, en la actualidad generan valor o tiene potencial de generarlo en el futuro”.

Una empresa que desee contar con el mejor capital humano, constituido por un perfil de competencias en relación a sus clientes y en los procesos que cumplen, permiten proporcionar una prioridad al capital intelectual sobre el capital físico que una vez condujo anteriormente a la economía. Para la industria del comercio, y principalmente para las tiendas por departamento, contar con un personal calificado, es la principal herramienta para poder participar eficientemente en un sistema de ventas. El personal que esté alineado a los objetivos de la empresa y comprenda lo importante y vital que es otorgar al cliente una excelente atención logrará que la empresa genere valor en el futuro. De ésta manera se logra minimizar las pérdidas que pueden ser ocasionadas por la falta de conocimientos, por ejemplo, perder a un cliente por una mala atención de servicio y que a la larga pueda afectar la reputación de la empresa.

Podemos clasificar en tres grupos principales a los activos intangibles, dependiendo de cual sea su causa generadora (Lev, 2003) en:

- Descubrimiento: es decir, éxito en un esfuerzo de I+D, realizado tanto internamente, como en colaboración con otras entidades (alianzas).

Si bien la innovación ha sido siempre una actividad fundamental, lo que caracteriza a la empresa actual (la empresa basada en el conocimiento) es la “urgencia por innovar”. La industria del comercio ha buscado intensamente nuevas formas de innovar. Lo hicieron en sus comienzos cuando crearon una nueva alternativa de pago, las tarjetas de crédito, que permiten a los clientes pagar sus compras en un número de cuotas, escogidas por el cliente y asociada a una tasa de interés. Con el escalamiento del negocio principal no sólo se buscó incrementar las ventas y la frecuencia de compra, sino crear un lazo de lealtad entre la empresa y el cliente

El objetivo de la industria es mantener las altas tasas de crecimiento del mercado y para ello se incorporan nuevas alianzas estratégicas con comercios asociados, utilizando aseguradoras y operadores de viajes para que el cliente tenga una mayor variedad de productos y servicios. Lo que se busca es principalmente incorporar nuevas alternativas a su estrategia principal, ofrecer más y nuevas opciones de ventas a sus clientes, con el propósito de satisfacer completamente sus necesidades. El nuevo consumidor está más acostumbrado a comprar en la tienda, en Internet, a través del teléfono celular y la televisión por cable. Además, está expuesto a una gran oferta de productos, por eso, el gran desafío hoy es “customizar” o personalizar la oferta.

- Prácticas organizacionales: es decir, la creación de un particular diseño organizativo.

El retail, desde el punto de vista de su operación, está mostrando una fuerte tendencia a externalizar todo lo que no corresponda estrictamente a su negocio. Uno de los principales focos de outsourcing es el procesamiento de sus datos y transacciones, lo cual tiene mucho sentido ya que se trata de un mercado que, por su

dinámica y múltiples canales de atención y ventas (departamentos, tele ventas e Internet), no puede detener sus operaciones.

También existe una tendencia de las empresas dedicadas al comercio a no pagar directamente los sueldos de sus trabajadores. En cambio, externalizan la administración y gestión de pago de remuneraciones de sus trabajadores, liberándose de la responsabilidad de realizar este trámite. Se busca reemplazar el área de remuneraciones de la empresa, complementando a Recursos Humanos y que está dirigido a los ejecutivos y profesionales de alto nivel, y no a las nóminas generales de las empresas.

El objetivo es mantener la confidencialidad sobre los montos a los que ascienden los salarios de sus altos ejecutivos, y las empresas extranjeras lo hacen como una forma de externalizar el proceso de pago de sueldos.

- Recursos humanos: estos activos se generan por la incorporación a la firma de “personal único”, así como por ciertas políticas de compensación (incentivos, inversión en entrenamiento y aprendizaje mediante la colaboración con universidades y centros de investigación).

Además de la competitividad, una de las mayores fortalezas de la industria del comercio es la capacidad de su fuerza laboral. El Índice de Personal del Retail 2007, que acompaña al Índice de Desarrollo del Retail Global 2007, presenta una lista de quince países emergentes, los cuales son medidos en base a la disponibilidad del talento, el desarrollo del talento y el costo de la mano de obra. En lo que respecta a la fuerza de trabajo de Chile, ubicada en el quinto lugar de la tabla, la conclusión del informe es que está altamente capacitada, pero al mismo tiempo es barata. Nuestro país destaca por su estabilidad económica y la preparación de su mano de obra.

El comercio incentiva a sus trabajadores con políticas de compensación que buscan mejorar su desempeño actual e incrementar el nivel de ventas. Algunas medidas, por ejemplo, hacen referencia a: sueldos variables, bonos por metas, individuales y colectivas, etc.



Los intangibles, al igual que los activos materiales y financieros, están sujetos a las leyes económicas fundamentales de equilibrio entre beneficios y costes. Por ello, es de crucial interés identificar los factores generadores de unos y otros.

En resumen, los activos intangibles son fuentes generadoras de valor, derechos sobre beneficios futuros, que carecen de sustancia física o naturaleza financiera. Con frecuencia, los intangibles están estrechamente relacionados a los activos materiales y financieros de cara a la creación de valor y al crecimiento económico, a pesar de no estar considerados en los estados financieros contables.

## **1.2 Innovación, Desintegración Vertical y Externalización**

La intensificación de la competencia en la totalidad de los sectores económicos como consecuencia de la globalización del comercio, la desregulación y los cambios tecnológicos, han forzado a las empresas a modificar radicalmente sus formas de actuación. La tecnología es generada por una inversión creciente en activos intangibles tales como el conocimiento, la experiencia, la capacidad de los empleados, entre otros. Para ello, las inversiones en intangibles tecnológicos son consideradas un factor esencial para el logro y mantenimiento de la competitividad e innovación de las empresas.

De lo anterior se desprende que la industria del comercio está hoy altamente tecnologizado, tanto en su gestión comercial y de atención al consumidor, como en su rol cada día más relevante de medio de comunicación publicitaria.

Al profundizar el tema, las tiendas comerciales tienen dos frentes de actividad claramente reconocibles. El llamado back office, que involucra gran parte de la cadena logística, lo que incluye los sistemas de relación con proveedores, transporte, almacenamiento y manejo de stock, y el conocido front office, en el que los establecimientos se organizan para gestionar de la mejor manera posible la atención a los consumidores finales.

En los dos ámbitos la tecnología ha hecho grandes aportes a las empresas, proporcionando sistemas de administración basados, por ejemplo, en software integrados de gestión del tipo ERP, algunos de los cuales son adaptados por los

proveedores, como SAP y Oracle, para cumplir funciones específicas de la industria del comercio. Estos verdaderos motores transaccionales derivan tareas propias de logística y marketing a aplicaciones de SCM, Supply Chain Management, y CRM, Costumer Relationship Management, respectivamente, también desarrolladas por el mismo tipo de proveedores de software.

Un rol crítico ha jugado en todo éste proceso, las últimas décadas en el mundo y los últimos 15 años en Chile, el código de barras. Este sistema tiene por función identificar a todos los productos que se venden en el comercio, de manera que se pueda hacer una administración más eficiente de los stocks, por un lado, y que, por otro, se agilice el proceso de facturación de las compras que cada persona realiza en un establecimiento comercial.

Este tipo de tecnología ha contribuido directamente a mejorar los sistemas de ventas y agregarle valor al servicio. Los controles de calidad son más exhaustivos lo que permite que el producto entregado al cliente esté en óptimas condiciones.

Pero a diferencia de otros factores productivos acumulables que se deprecian con el uso, los intangibles tecnológicos presentan una característica que potencia la creación de un conjunto de activos difícilmente imitable y sustituible.

Dosi (1992), señala que: “la innovación tecnológica adquiere un papel fundamental y se resalta el rol determinante que adquiere en esta competencia estratégica, debido a su carácter de ventaja competitiva y a la dificultad que puede resultar su imitación”.

Teóricos organizacionales como Mintzberg (1993), Handy (1993) y Nonaka y Takeuchi (1995) señalan que: “las organizaciones orientadas a la innovación son las que obtienen ventajas más perdurables”. Así, la estrategia de innovación tiene que tener campo fértil dentro de la propia empresa, es más, la empresa debe estar configurada (organizada) de tal manera que sea pro-activa a la creación y mantenimiento de estas ventajas competitivas. El apoyo de una estructura organizativa que facilite y, a la vez, potencie la elección, formulación e implementación de estrategias de innovación en la empresa, hoy en día, es imprescindible.

Como vemos, la capacidad para innovar es un activo intangible sumamente valioso porque tiene un efecto multiplicador, ya que genera otros activos intangibles para las empresas que a su vez, también generan riqueza. Ante este nuevo marco, las tiendas por departamento o comercios que aprovechen los conocimientos y capacidades de su personal, que desarrollen su capacidad de aprendizaje, que potencien la innovación constante y la creación de nuevos conocimientos y que apoyen su crecimiento en estos factores, estarán en situación de afrontar los nuevos retos.

Lev (2003), plantea otra fuente generadora de cambios, asociada con la desintegración vertical: la externalización de etapas del proceso productivo.

En la economía industrial, los fuertes costes de interacción y transformación provocaron altos niveles de integración vertical. Para las empresas resultaba más fácil y económico poseer muchas de las piezas de la cadena de valor, desde las materias primas hasta el servicio de entrega de los productos a sus clientes. En la nueva economía, las tecnologías de la información y las comunicaciones aconsejan montar una organización virtual. Mediante acuerdos con socios tecnológicamente punteros e innovadores, se pueden alcanzar nuevos niveles de calidad, flexibilidad y ahorro.

No obstante, hoy en día todavía muchas tiendas por departamentos y comercios ya establecidos poseen parte de su cadena de valor. Antes de reorganizarse en torno a la oferta clave de servicios que quieren ofrecer a sus clientes suprimen cadenas antiguas. Mientras tanto, tiendas especializadas en nuevos nichos de mercado, pueden atacar cualquier parte débil de la cadena de valor, compitiendo por una posición de mercado que ha llevado muchos años adquirir.

La industria del comercio debe desarrollarse continuamente, manteniendo modelos flexibles y graduales, y ha de resistir el incentivo de integrarse verticalmente para mejorar la calidad, velocidad o el servicio al cliente, meditando sobre la necesidad de adquirir activos físicos o el desarrollo de cualquier actividad que no esté centrada en satisfacer las demandas principales de sus clientes.

Los recientes casos de desintegración vertical, externalización y subcontratación de actividades ponen de relieve una política empresarial que ha marcado y está marcando la orientación del comercio en materia de gestión de recursos humanos. Por un lado, el empleo del "núcleo" de la empresa, de carácter estable y garantizado; compuesto por empleados cualificados, fieles al concepto organizativo de la institución y leales a los objetivos estratégicos de la empresa. Y por otro lado, los trabajadores "periféricos", externos, menos cualificados y aún menos comprometidos con los objetivos.

Es por ésta razón que los intangibles son determinantes fundamentales de ambos factores: la desintegración vertical se consigue mediante la sustitución de activos intangibles, como los canales de distribución basados en Internet, por activos materiales, la innovación se lleva a cabo principalmente mediante la inversión en intangibles. De ahí el reciente incremento de los intangibles y la creciente preocupación que por ellos se tiene actualmente.

### **1.3 Factores generadores de Beneficios y de Costos**

La economía de los intangibles, como de las otras formas de capital, tienen su esencia en el análisis del equilibrio entre costos y beneficios. Según Lev (2003), "en el terreno de los intangibles los principales beneficios son los denominados: escalabilidad, los rendimientos crecientes y las economías de red, externalidades. Los costos incluyen los que dan habitualmente en la inversión de cualquier activo material o financiero; adquisición o mantenimiento, así como otros que son específicos de los intangibles; exclusión parcial, elevado riesgo, no transmisibilidad". A continuación se detallan más profundamente.

Desde una perspectiva económica, la teoría de los costos de transacción sugiere que "las empresas obtienen una ventaja competitiva cuando poseen activos específicos a la organización que no pueden ser copiados por los rivales" (Williamson, 1975).

Estos activos incluyen la tecnología, los conocimientos especializados de producción y las instalaciones productivas, la reputación de una marca comercial sólida, activos humanos, redes de suministro y canales de comercialización establecidos. “Para ser una fuente de rendimiento sostenido por encima de la media, los recursos deben cumplir con tres criterios: deben ser valiosos, escasos y perfectamente móviles” (Barney, 1991).

En la actualidad, el comercio ha debido reorganizar la totalidad de sus activos, para lograr obtener ventajas competitivas de sus rivales. Han utilizado nuevas tecnologías de información, con el propósito de diferenciarse de sus competidores. Pero estas nuevas tecnologías no son difíciles de imitar. Las tiendas por departamento han estado utilizando vías alternativas de distribución, como Internet, para que sus clientes puedan realizar sus compras desde sus casas o trabajos. En la actualidad, todas las tiendas cuentan con éste sistema.

La reputación de marca de un retail, es un intangible que es valorado por el mercado y sus clientes. En la marca se están viendo reflejados la eficiencia y el buen uso que se dan a los activos a través de sus inversiones, sus provisiones y sus cuentas por cobrar. El personal es de vital importancia, dado que cuentan con conocimientos específicos de la organización y que, en una posible fuga de “talentos”, el retail puede perder una gran parte de información y capital intelectual.

Por lo tanto, una tienda por departamento o un comercio construye una ventaja competitiva sostenible en el tiempo teniendo acceso a recursos a los que la competencia no puede acceder. Esto es lo que ha generado que muchos retails realicen alianzas y fusiones, por ejemplo, Falabella y D&S, con la intención de ofrecer más y mejores productos y servicios a sus actuales y nuevos clientes.

Dentro de esto cabe mencionar que la concentración de las cadenas de retail en manos de los grandes grupos económicos que lideran éste sector, quienes en este último tiempo han comprado cadenas menores con el objetivo de aumentar su mercado y aprovechar sinergias y economías de escala, se presenta, más que un problema de falta de oferta para el comprador porque se reducen los actores, como un beneficio concreto ya que gracias a este tipo de situaciones los retails logran adquirir

productos en mejores condiciones de precios dados los altos volúmenes de productos transados, lo que repercute en menores precios para el consumidor final.

“Los activos materiales, humanos y financieros son rivales, en la medida en que no son susceptibles de usos simultáneos. El empleo de un activo rival impide su utilización simultánea en algún otro lugar. Por el contrario, los activos intangibles son en general, no rivales, pueden ser empleados simultáneamente en múltiples usos, de manera que su empleo en un determinado uso no va en detrimento de su utilidad en otros usos alternativos. No se renuncia a nada, no hay costos de oportunidad, poseen altos costos fijos (costos hundidos) y un costo incremental insignificante” (Lev, 2003). La no rivalidad de los intangibles, su capacidad, de ser empleados simultáneamente y de manera reiterada en diferentes actividades sin una merma en su utilidad, es uno de los principales determinantes del valor.

La información que manejan los retails acerca del comportamiento de compra y pago de sus clientes, es un claro ejemplo de un activo intangible no rival. Este tipo de información es de vital importancia para la escalabilidad del modelo de negocio. Por ejemplo, las tiendas por departamento, Falabella, Ripley y Paris, utilizan sus bases de datos de clientes, sus compras, su nivel de endeudamiento y sus comportamientos de pago para ampliar el modelo de negocios inicial, incorporando el negocio bancario a su estrategia. El objetivo es generar economías de escala y de ámbito.

Las economías de escala generan un fenómeno llamado bancarización, que busca que los clientes actuales de las tiendas por departamento reciban un número considerable de productos bancarios de los cuales antes no tenían acceso. Lo importante es que con la información que cuentan saben como se comportará el cliente, y de ésta manera generan economías por el uso de la información de sus tarjetas de crédito. Las economías de ámbito se generan debido a que los costos asociados a entregar a los clientes tarjetas de crédito y productos bancarios son menores cuando se producen de manera conjunta que de manera individual.

Ahora bien, dado que los retails no comparten éste tipo de información y buscan incrementar el número de nuevos clientes, recurren al uso de otorgamiento de crédito, utilizando como requisito la tarjeta de crédito de cualquier otro retail. Esta información,

indirecta, es empleada por todo el comercio, el cual le permite en parte determinar la calidad del cliente, y si es factible o no otorgarle el crédito. De ésta forma se puede cerciorar si el nuevo cliente mantiene alguna otra deuda en alguna otra institución, lo que la convierte en un activo rival dado que la información que maneja cada retail no es compartida con el resto.

Una alternativa posible para el manejo exclusivo de los activos intangibles puede ser fijando límites ex antes a la competencia: Estos límites permiten que una empresa disfrute de una posición de privilegio respecto a un recurso, incluso antes que las empresas rivales compitan por ése recurso.

“El control sobre un recurso escaso y valioso se traduce en rentas económicas sólo si los competidores han sabido reconocer ex ante el valor de ése recurso o no pueden explotarlo de forma de tan rentable por carecer de los recursos complementarios necesarios” (Grant, 1991).

Según Lev (2003), “los intangibles son, en esencia, difíciles de comercializar. Los derechos de propiedad son frecuentemente difusos, los contratos contienen contingentes difíciles de establecer y la estructura de costos de muchos intangibles (elevados costos hundidos, costos marginales irrelevantes) no conducen a la fijación de precios estables. Esto podría cambiar pronto con la llegada de mercados basados en Internet, pero requerirá el establecimiento de mecanismos específicos como esquemas de valorización y aseguramiento. El comercio privado de intangibles en la forma de licencias para la explotación de patentes y la formalización de alianzas prolifera, pero no proporciona una información esencial para la medición y la valorización de intangibles”.

El capital intangible puede tomar diferentes formas. Puede estar protegido por derechos legales, denominado propiedad intelectual, como en el caso de las patentes y marcas, o bien estar sin protección legal dado su “know how”. El capital intangible cada vez más está presente en la forma de activos organizativos, en el diseño de la organización, y los sistemas de gestión de las empresas.

Los retailers pueden protegerse de sus competidores a través de la forma en que estos entablan relaciones con sus clientes. Utilizan estrategias de innovación al lanzar nuevos productos al mercado, ampliando su oferta actual, tanto de productos propios como productos tradicionales, lo cual permite establecer en la memoria de sus clientes, la constante de mejorar el servicio. Esto se traduce en su “know how” de negocio.

Los beneficios de los intangibles exhiben, a menudo rendimientos a escala crecientes. El conocimiento es acumulativo, ya que cada idea se apoya en la anterior.

La escalabilidad que emana de las propiedades de la no rivalidad y rendimientos crecientes de los intangibles se plasma, entre otras cosas, en la supremacía de que gozan en el mercado muchas empresas intensivas en intangibles. El hecho de que estos activos estén preparados para crecer sin perder calidad en los servicios ofrecidos es el tipo de diferenciación que una empresa pueda necesitar.

Ahora bien, las economías de red pueden ser explicadas de la siguiente manera: el beneficio que una persona obtiene al formar parte de una red aumenta al hacerlo el número de personas o empresas que están conectadas con ella. En las redes, cuanto mayor, mejor. El hecho de que los beneficios en los mercados basados en redes aumenten con el tamaño de la red crea, a menudo, una retroalimentación positiva en virtud de la cual el éxito conlleva más éxito. Una tecnología que alcanza una ventaja inicial, por pequeña que sea, puede extenderse rápidamente y dominar el mercado por que los usuarios, con la vista puesta en el futuro, seleccionan aquellas tecnologías que esperan serán las dominantes. La existencia de grandes redes se ve facilitada por la estandarización.

Lo que está ocurriendo en la actualidad con el uso de Internet, sin duda ha posibilitado que el comercio decida utilizar canales diferentes a los actuales. Se ha masificado el uso de las compras online, permitiendo a los clientes realizar transacciones sin tener la necesidad de ir directamente a la tienda. Este tipo de tecnología ha logrado que el uso de éste tipo de servicios se incremente explosivamente, permitiendo a sus clientes obtener mayores beneficios.



Los mercados basados en redes se caracterizan a menudo porque incluso una pequeña ventaja, real o aparente, de un producto o un sistema puede dar lugar a ventajas muy grandes en el futuro si el producto o sistema se convierte en el estándar.

Los intangibles están presentes no sólo en el núcleo, sino también en la periferia de las redes. Intangibles resultantes del establecimiento de alianzas y colaboraciones que contribuyen a generar economías de red. Son por ejemplos, las alianzas que han creado algunas tiendas por departamento utilizando su propia tarjeta de crédito en empresas asociadas como aerolíneas, agencias de viajes, estaciones de servicio, etc. que contribuyen a intensificar el uso de los productos y servicios que ofrece el negocio financiero retail.

Los intangibles difieren de los activos materiales y financieros en la capacidad de sus propietarios para excluir a otros del disfrute de los beneficios generados por la inversión. Rara vez puede excluirse totalmente a los no propietarios del reparto de los beneficios de los no intangibles.

“Esta exclusión parcial o no exclusión, da a lugar a la existencia de derrames, (beneficios para los no propietarios) y a la ausencia de control, en el estricto sentido legal del término, sobre la mayoría de los intangibles. Por ejemplo, en la formación del personal no puede excluirse a otras empresas del disfrute de los beneficios derivados de ella” (Lev 2003).

## **1.4 Normas Contables**

### **1.4.1 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 sólo 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 consideradas 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 este 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.

#### **1.4.2 Reconocimiento y Valoración de Activos**

En cuanto a la valoración de activos intangibles, estos 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 este 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:

- 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 período en que se producen.
- Fase de desarrollo. En esta fase si se puede reconocer un activo como activo intangible, aunque este hecho se producirá si, y sólo si, la entidad puede demostrar una serie de supuestos, entre los que se distinguen:
  - Posibilidad técnica de completar la producción del activo.
  - Intención de completar el activo.
  - Capacidad para usarlo o venderlo.
  - Forma en que el activo va a generar probables beneficios económicos en el futuro.
  - Disponibilidad de los adecuados recursos técnicos, financieros y de otro tipo para completarlo y venderlo.
  - 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, donde 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:

- 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.
- 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 determinara 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 éste 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.

### **1.4.3 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:

- 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.
- 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.
- 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 a 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.

- 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 este fuese inferior.
- 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 periodo 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 continua siendo indefinida. El PGC, generalmente, establece periodos máximos de amortización para los activos intangibles y no permite vidas útiles indefinidas.

#### **1.4.4 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, Dominios de Internet, Cabeceras de periódicos, Acuerdos de no competencia.
- Relacionados con el Cliente: Listas de clientes, Pedidos o producción pendiente, Contratos y relaciones asociadas con clientes y Relaciones no contractuales con clientes.

- Relacionados con Arte: juegos, operas, libros, revistas, periódicos, trabajos musicales, imágenes, fotografías, videos, películas y programas de televisión
- 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 sobre distintos recursos naturales y Contratos de Empleo.
- Basados en Tecnología: Tecnología patentada, Software Computacionales, Tecnología no patentada, Bases de datos y 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 revisaran 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 La Polar y que se verán en detalle más adelante son: Marca; Clientes, Localización y Medio de pago. Si bien existe en la empresa 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. Estos serán valorados por medio del valor residual y se mencionaran dentro del análisis como "Activos Intangibles no Identificables".

## **CAPITULO II: MODELOS DE VALORIZACION**

Si bien hay cierto consenso sobre la naturaleza de los intangibles, esta es de una amplia heterogeneidad, lo que complica sustancialmente la valorización éstos. Esto ha dado origen al planteamiento de una serie de modelos que abordan la Valorización de Intangibles tomando distintas variables de control que apuntan a la generación de valor.

Sin embargo, estos modelos están supeditados a una serie de criterios subjetivos para su construcción, lo que merma su objetividad en la medición del valor de los intangibles, que a su vez sea concordante con la legislación y normas vigentes.

A pesar de la observación anterior hemos considerado importante el entregar una visión general de los modelos más importantes desarrollados en los últimos años, evidenciando tanto sus falencias como virtudes.

Antes de entrar en materia sólo queda puntualizar que existe una recurrente confusión entre los modelos de gestión de activos intangibles y aquellos de valorización, ya que se suele encasillar a todos dentro de esta segunda categoría. En base a esto se dejará fuera de la descripción modelos como el Balanced Scorecard, el Modelo Navigator o Modelo Intellectual Assets Monitor, entre otros, abocándonos de forma exclusiva a aquellos modelos que apunten a una valorización efectiva de los activos intangibles.

### **2.1 Prima de Precio**

En este caso el valor de los intangibles, centrado en la propiedad intelectual, vendría dado simplemente por el diferencial existente entre un precio patentado y uno genérico. Sin embargo este procedimiento está cargado de una gran subjetividad que existe en la elección de un producto comparable.

### **2.2 Ingreso Residual**

Este método intenta la valoración del activo, extrayendo de los ingresos totales aquellos generados por otros activos. Por consiguiente demanda una desagregación de activos físicos, ventajas intangibles y activos financieros. Aunque la desagregación



de los activos financieros y físicos es simple dado que se debe restar solamente el valor libro del total de la firma, la dificultad de esta técnica radica justamente en separar los activos intangibles de las ventajas intangibles.

### **2.3 Modelo Capital Intelectual**

Drogonetti y Ross (1998), plantean que la definición de recurso “cualquier factor que contribuya a los procesos de generación de valor de la compañía, y que esté, de manera más o menos directa, bajo el control de la propia compañía”.

El valor de la compañía proviene de sus activos físicos y monetarios que representan el Capital Financiero, y de sus recursos intangibles o Capital Intelectual. Dentro del Capital Intelectual está el Capital Humano representa el conocimiento, la habilidad y la capacidad de los empleados para desempeñarse de forma satisfactoria. Un segundo componente del Capital Intelectual es el Estructural propio de la empresa que contempla un foco de renovación y desarrollo, foco clientes y foco de procesos.

Roos y Roos (1998), plantean el siguiente modelo:

$$\text{Valor\_de\_Acciones} = \text{Nivel\_Utilización} * (\text{Valor\_reposición} + \text{Capital\_Intelectual}) + \varepsilon$$

En este caso  $\varepsilon$  representa aquel valor de la empresa que obedece a causas irracionales, mientras que el nivel de utilización es un ratio entre el valor de mercado de las acciones y su valor potencial. Aunque esto plantea un avance en la medida que supone que el Capital Intelectual va más allá de la diferencia entre el valor de mercado y el valor libro de las acciones, el calculo de los valores descritos con anterioridad adolece de un grado importante de subjetividad, lo que puede conllevar un nivel de subestimación o sobreestimación importantes.

### **2.4 Modelo Económico de Capital Intelectual**

Partiendo del principio que la diferencia entre el valor de mercado de una empresa y su valor contable puede deberse a la gestión del capital intelectual, se erigen dos modelos econométricos para la medición de este capital intelectual. Un primer modelo es el estándar, conformado por beneficios futuros generados por factores relacionados con aspectos del capital humano y otros de orden estructural

como son la capacidad de innovación, relaciones con clientes, calidad de procesos, productos y servicios, cultura empresarial y capital de comunicación de la empresa, lo que genera un mayor aprovechamiento de oportunidades y generación de beneficios futuros.

$$\text{Capital\_Intelectual} = \text{Capital\_Humano} + \text{Capital\_Estructural} + \text{Capital\_No\_Explicado}$$

Capital Humano: mide conocimientos, motivación, formación, aptitudes, etc. de los trabajadores de la empresa, así como sistemas de remuneración y políticas de contratación.

Capital Estructural, suma de:

- Capital de Procesos Internos, que mide la calidad en procesos, productos y servicios que conllevan una ventaja competitiva,
- Capital relacional, que se enfoca en la relación con clientes y proveedores y el grado de satisfacción de éstos,
- Capital Comunicacional, abarca los recursos que se destinan a las actividades de marketing y
- Capital de Innovación y Desarrollo, que mide el potencial de innovación futura, considerando las inversiones realizadas en desarrollo de productos, tecnologías, mejoras de sistemas, etc.

Capital no Explicado: aquellos no considerados en los capitales ya aludidos dada su escasa relevancia y su compleja cuantificación, pero que sin duda tienen un impacto no despreciable.

Estas distintas dimensiones se evalúan en base a diferentes indicadores pertinentes, inteligibles, aplicables y comparables, los que pueden obedecer a una naturaleza absoluta (unidades monetarias) o bien de eficiencia (oscilan entre 0 y 1). Estos indicadores flexibles según el tipo de compañía y sector que se esté evaluando, se constituyen en inputs para el modelo matemático que se explicitará con posterioridad.

Un segundo Modelo Estocástico alude a que la diferencia entre el valor contable y de mercado de una empresa tiene una naturaleza extra controlable para la empresa (ruidos de mercado, factores especulativos, etc.)

$VM - VC = CI$ ; relación que considera al Capital Extracontable como Intelectual sin embargo estos valores pueden no coincidir dado que hay factores que no pueden participar como son las fluctuaciones en las especulaciones de mercado o factores que no pueden ser explicitados dado que su escasa relevancia puede la errores en las estimaciones. Con esto el modelo queda como sigue:

$$VM - VC = CI^* + (C_{NE} + FE);$$

$$C_{NE} = \text{Capital\_No\_Explicitado}$$

$$FE = \text{Factor\_de\_especulación}$$

$$CI^* = \text{Capital\_Intelectual\_Explícito}$$

$$\text{Con } CI = CI^* + C_{NE}$$

En la determinación del Capital Explicitado tienen injerencia los indicadores absolutos ( $C$ ) y los relativos ( $i$ ) que determinan con que grado de eficiencia son usados los primeros,  $CI^* = C^*i$  donde  $i$  puede ser una media centrada de los distintos indicadores relativos.

Desagregando el Capital Intelectual Explicitado en Capital Humano y Estructural, ya detallados con anterioridad tenemos:

$$(VM - VC) = \alpha(C_H i_H) + \beta(\beta_a(C_p i_p) + \beta_b(C_c i_c) + \beta_c(C_M i_M) + \beta_d(C_{ID} i_{ID})) + (C_{NE} + FE)$$

Donde H (humano), P (procesos), C (comercial), M (comunicacional) e ID (investigación y desarrollo), mientras los coeficientes miden el impacto de cada una de las variables.

Aunque el modelo a primera vista puede parecer bastante útil para medir el impacto de distintas medidas en el valor extracontable, éste adolece del mismo problema de subjetividad que los modelos antes expuestos, lo que se plasma, en parte,

en la elección subjetiva de los indicadores que sirven como datos para la estimación antes expuesta.

## **2.5 Método de Valoración de Interbrand**

En este caso se apunta a la valoración de la marca multiplicando su beneficio diferencial por un múltiplo que a su vez es construido en base a factores que determinan la fortaleza de la marca.

Se parte de una media ponderada histórica del EBIT, deduciendo el EBIT que se obtendría a partir de un producto genérico y aquel proveniente de fuentes ajenas a la marca. Finalmente para llegar al beneficio diferencial de la marca, se deduce la remuneración de recursos e impuestos.

Como se anticipaba Interbrand estima la “fortaleza de la marca”, como una ponderación de siete factores: liderazgo, estabilidad, mercado, internacionalidad, trayectoria de la marca, apoyo y protección legal.

Aunque esta metodología puede servir de orientación para identificar los value drivers de la marca, padece de un alto grado de subjetividad en el cálculo del beneficio diferencial de la marca, la fortaleza y su múltiplo. Esta subjetividad tanto en los parámetros como en la metodología, nos puede llevar a importantes errores si queremos valorar correctamente los intangibles implicados.

## **2.6 Método de Damodaran**

El objetivo básico detrás de una valoración de un intangible (una marca, por ejemplo) es medir el valor que le añade a la empresa, lo cual le permite cobrar un precio superior por un producto o servicio genérico. Lo ideal entonces será encontrar esa prima de precio, ya mencionada, multiplicarla por las cantidades que se venderán en el futuro y descontar el resultado para hallar el valor presente. Como podemos ver el valor de los intangibles se encuentra implícito dentro del valor total de la compañía por lo que la dificultad está en desglosar este valor del total.

La propuesta de Damodaran va en esa vía. Estrictamente se debería comparar el valor de la firma por unidad vendida y compararlo con el valor por unidad vendida de otra firma que ofrece un producto o servicio igual pero genérico. La diferencia sería

utilizada como esa prima de precio multiplicada por las unidades vendidas del producto y así obtendremos el valor de la marca. Esto implica entonces valorar dos firmas: la que produce y vende el producto o servicio de marca y la que produce y vende el producto o servicio genérico.

Para valorar las dos firmas, al menos una de ellas deberá realizarse con datos públicos que por lo general son muy agregados y en particular no indican la cantidad de unidades vendidas. Esto sin contar con las dificultades que se encontrarán si se trata de una firma con diferentes marcas y peculiaridades que difícilmente coinciden con otra que ofrezca el producto o servicio genérico.

Según Fernández (2007), un desarrollo acabado es el basado en la diferencia de los ratios de capitalización sobre ventas. Se supone que el FCF crece a la tasa  $g$  hasta el año  $n$ ; y que a partir del año  $n+1$  crece a la tasa  $g_n$ . Por tanto, el FCF del año  $n$  es:  $FCF_n = FCF_1(1+g)_{n-1}$ , y el FCF del año  $n+1$  es:  $FCF_{n+1} = FCF_1(1+g)_{n-1}(1+g_n)$

El precio de la empresa en la actualidad vendría dado por:

$$(E + D)_0 = \frac{FCF_1}{WACC - g} \left[ 1 - \left( \frac{1+g}{1+WACC} \right)^n \right] + \frac{FCF_1(1+g)^{n-1}(1+g_n)}{(WACC - g_n)(1+WACC)^n}$$

Que puede ser reducido a (expresión 2):

$$(E + D)_0 = \frac{FCF_1(1+g)}{WACC - g} \left[ 1 - \left( \frac{1+g}{1+WACC} \right)^{n-1} \right] + \frac{g - g_n}{(WACC - g_n)}$$

El free Cash Flow puede ser representado como sigue:

$$FCF = NOPAT - \Delta Activos fijos - \Delta NOF = NOPAT - \Delta AF - \Delta NOF$$

Expresión que dividida por las ventas queda:

$$\frac{FCF}{V} = \frac{NOPAT}{V} - \frac{\Delta AF}{V} - \frac{\Delta NOF}{V}$$

Como:

$$\frac{\Delta AF}{V} + \frac{\Delta NOF}{V} = \frac{\Delta AF + \Delta NOF}{\Delta V} \frac{\Delta V}{V} = \frac{AF + NOF}{V} g$$

Resulta:

$$\frac{FCF}{V} = \frac{NOPAT}{V} - \frac{AF + NOF}{V} g$$

Teniendo en cuenta la expresión 2 y dividiendo por ventas:

$$\frac{E + D}{V} = \left( \frac{NOPAT}{V} - \frac{AF + NOF}{V} g \right) \frac{(1 + g)}{WACC - g} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + WACC} \right)^{n-1} \right] \left( \frac{g - g_n}{(WACC - g_n)} \right)$$

Podemos considerar un ratio valor de empresa sobre ventas para una empresa de productos de marca y otro ratio valor de empresa sobre ventas para una empresa de productos sin marca, esto es, con marcas blancas o productos genéricos. Entonces, el valor de la marca es:

$$Valor\_de\_Marca = \left[ \left( \frac{E + D}{V} \right)_{marca} - \left( \frac{E + D}{V} \right)_{generico} \right] * ventas$$

Una versión alternativa viene dada al considerar sólo acciones

$$E_0 = \frac{CFac_1}{Ke - g} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + ke} \right)^n \right] + \frac{CFac_1 (1 + g)^n (1 + g_n)}{(ke - g_n)(1 + Ke)^n}$$

Dividiendo por ventas llegamos a que:

$$\frac{E}{V} = \frac{BFO}{V} \frac{(1 + g)p}{Ke - g} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + Ke} \right)^n \right] + \frac{BFO}{V} \frac{p_n (1 + g)^n (1 + g_n)}{(Ke - g_n)(1 + Ke)^n}$$

Considerando E como ratio de capitalización nos queda un valor de marca expresado como sigue:

$$Valor\_de\_Marca = \left[ \left( \frac{E}{V} \right)_{marca} - \left( \frac{E}{V} \right)_{generico} \right] * ventas$$

Sin embargo, este método presenta importantes falencias a nivel de construcción dada la rigidez que presenta el modelo. Por un lado existen importantes imprecisiones derivadas de la compleja identificación de una empresa con productos genéricos similar a la que se está evaluando, a lo que se suman la complejidad cuando nos encontramos ante empresas multiproductos y la ambigüedad que envuelve las predicciones de crecimiento para los cálculos involucrados.

## **2.7 Método Tech Factor**

Desarrollado por A. Lítale para la Dow Chemical, calcula el valor presente de los flujos de cajas incrementales y atribuibles a la tecnología que se está evaluando. También comprende la asignación de un múltiplo o factor tecnológico (bajo, medio, alto) basado en la utilidad y ventajas competitivas que ofrezca la tecnología en particular. Como vemos este método también adolece de un importante grado de subjetividad, requiriendo un equipo evaluador con importantes conocimientos del entorno y del negocio.

## **2.8 Valor de mercado o comercial**

Implica observar transacciones recientes de activos similares. Tiene la gran desventaja de la inexistencia de mercados para activos de propiedad intelectual. Se deben cumplir cuatro condiciones para que el uso de este método sea aceptable:

- Mercado en funcionamiento para el activo o bien intangible
- Suficiente número de transacciones
- Información pública del precio
- Independencia entre compradores y vendedores.

## **2.9 Método de Ranking**

Este método compara un activo de propiedad intelectual con otro, del cual se conoce su valor sobre una escala subjetiva u objetiva. Se utiliza al unísono que el método de estándares industriales, para determinar, por ejemplo, una tasa de regalías dentro de un rango que se ha determinado para la industria.

Para utilizar este método se deben tener en cuenta cinco componentes:

- Criterios de ordenamiento
- Sistema de puntaje
- Escala de los puntajes
- Pesos o factores de ponderación
- La tabla de decisión.

Los criterios de ordenamiento son factores que permiten comparar los activos, por ejemplo, por tamaño del mercado potencial, amplitud de la protección legal del activo o el estado de su desarrollo. El sistema de puntaje es un conjunto de valores que se asignan a los criterios de ordenamiento como, por ejemplo, puntajes de 1-5 o 1-10 o una escala de alto, medio y bajo. La escala es un mecanismo para aplicar el sistema de puntaje. Aunque se aplique una escala numérica estos puntajes pueden ser subjetivos.

Los factores de ponderación se utilizan para asignar la importancia de los criterios de ordenamiento.

La tabla de decisión combina todos los elementos anteriores para producir un número que permite comparar el activo analizado con otro.

Sin embargo este método adolece de la subjetividad que está atada a los diferentes criterios de puntajes y valoración asociados a su implementación, pudiendo llevar a una medición errónea y deficiente del valor de los activos intangibles.

## **2.10 Método basado en Costo**

Es el costo de reemplazo de un activo. Se puede calcular con el valor presente de los costos incurridos para obtener ese activo, pero ese costo actualizado está lejos de ser su verdadero valor. Recordemos que el precio o costo no es igual al valor. En la medida que ese costo actualizado refleje en verdad el costo de reemplazo del activo, representaría el máximo precio que pagaría un comprador.



Hay que tener en cuenta tres conceptos de costo:

- Costos muertos,
- Costo de oportunidad y
- Costo de cambiar de una tecnología a otra.

Sin embargo la dificultad en la aplicación radica en identificar y medir de forma objetiva los costos asociados, lo que podría llevar a mediciones erróneas del valor de los activos intangibles.

### **2.11 Valoración de la ventaja competitiva**

El método de Valoración de la ventaja competitiva es un método específico, lo cual representa una ventaja en cuanto a la administración de los activos intelectuales. Fue desarrollado por Technology Transfer Research Center en la Universidad de Syracuse. Tiene además las siguientes características: es fácil de entender lo cual representa menores costos de transacción; es repetible y no depende de las posiciones subjetivas de los individuos o grupos que lo aplican; es económico en términos de dinero y de tiempo; es flexible lo cual permite utilizarlo en la valoración de cualquier tipo de activos de propiedad intelectual, tales como licencias, marcas, investigación y desarrollo y premercadeo de productos; y por último es escalable, es decir se puede usar una versión simplificada o puede sofisticarse según las necesidades.

Este método es una mezcla del cálculo del valor presente de los ingresos y de un enfoque de desagregación. Consiste de seis pasos básicos que han sido tomados de Hagelin (2002):

- Identificar el activo intelectual con un producto, al cual se le calcula el valor presente de sus ingresos asociados.
- Dividir el valor presente entre activos tangibles, ventajas intangibles y activos de propiedad intelectual. Hay tres grupos de activos de propiedad intelectual: técnicos (patentes, derechos de autor por software y secretos industriales); activos reputacionales o de prestigio (marcas industriales (trademarks), marcas

de servicio y marcas de producto): y operacionales (patentes sobre métodos de negocios y procesos de negocios de propiedad exclusiva.

- Asociar el producto con parámetros de la competencia, para comparar el producto con los sustitutos. El método reconoce tres grupos de parámetros: técnicos (precio y desempeño), reputacional (reconocimiento e impresión) y operacionales (costos y eficiencia). A cada grupo y a cada parámetro se le asignan pesos o ponderaciones.
- Asociar el activo de propiedad intelectual con un parámetro individual de la competencia y calcule su ventaja competitiva con respecto al producto sustituto.
- Asociar el activo de propiedad intelectual con activos intelectuales complementarios y calcular su ventaja competitiva en relación con los activos intelectuales complementarios.
- Calcular el valor del activo de propiedad intelectual asignando una participación del valor del activo intelectual del producto al activo basado en su ventaja competitiva en relación con el producto sustituto.

Aunque dicen que es muy fácil e inteligible, este método está sujeto a muchos elementos subjetivos, benchmarks y criterios del evaluador. En esta línea no es un método acabado sino que sirve como herramienta de apoyo adicional a todos los instrumentos que tienen a su disposición los gerentes de propiedad intelectual.

## **2.12 Método de Múltiplos**

### **2.12.1 Múltiplos de transacciones Comparables**

Básicamente aquí se intenta calcular el valor de la empresa basándose en las transacciones históricas realizadas en la industria.

Ventajas

- Provee información de cuan estratégica los inversionistas perciben la industria.
- Es información objetiva.
- Usualmente el valor generado considera el premio por control.

#### Debilidades

- Genera distorsiones basados en diferentes proyecciones de flujos, regulaciones y casos específicos.
- Puede requerir ajustes para diferentes riesgos en países y cargas tributarias.
- No todas las transacciones son comparables.
- El rango de valores es muy grande.
- Solo sirve para una primera impresión.

#### **2.12.2 Múltiplos de cotizaciones en bolsa**

Se estima el valor de la empresa basándose en el desempeño de empresas comparables que cotizan en bolsa.

#### Ventajas

- Destaca las tendencias en el mercado de empresas similares.

#### Debilidades

- Empresas similares que cotizan en bolsa pueden tener diferentes proyecciones.
- Tendencias son afectadas por eventos exógenos.
- Puede requerir ajustes para diferentes riesgos país y cargas tributarias.
- Puede no haber suficientes compañías para hacer una comparación efectiva.
- Solo sirve para una primera impresión.
- Son pocas las verdaderas empresas e industrias que se pueden comparar, todas las empresas son diferentes.

#### **2.13 Opciones Reales**

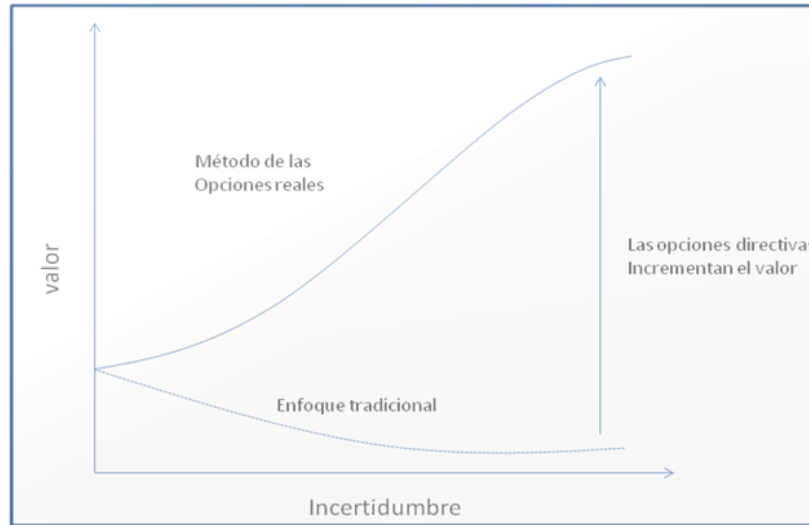
Los métodos tradicionales de valoración de empresas poco a poco están perdiendo utilidad, debido a la gran incertidumbre y condiciones cambiantes del mundo actual. Presiones de mercados financieros, licencias, Joint Ventures, son situaciones habituales en la vida de una empresa. Ante esta nueva realidad, las opciones reales son una alternativa para incluir en las estimaciones, todos los nuevos sucesos que nos brinda esta nueva realidad incierta.

Antes de ahondar más en el tema, primero hay que entender que es una opción:

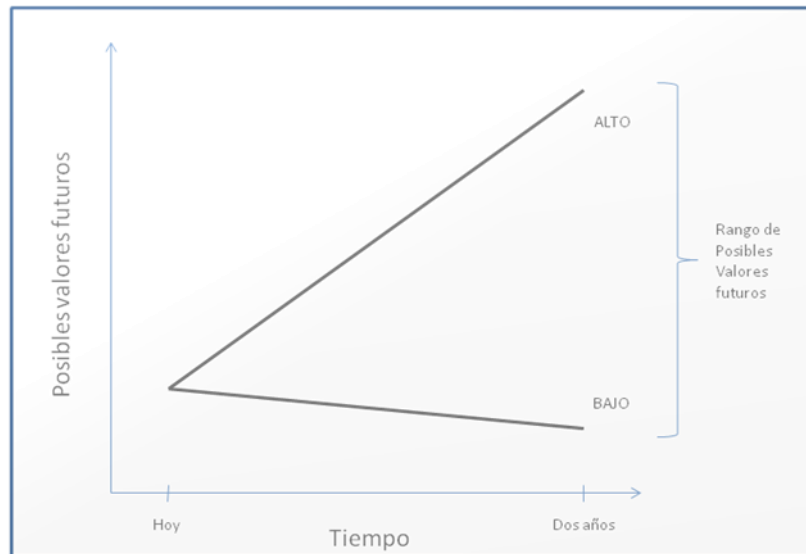
“Una opción es un derecho, no una obligación, de tomar una determinada decisión en el futuro. Las opciones tienen valor en situaciones de incertidumbre... Muchas inversiones estratégicas desencadenan oportunidades subsiguientes o derivadas que se pueden aprovechar, por lo que la oportunidad de inversión se puede considerar como una fuente de flujos de caja más una serie de opciones...” (Amram, 2000).

Las opciones reales, son la extensión de la teoría de las opciones financieras a las opciones sobre activos reales (no financieros). Cuando se busca valorar una empresa, se analiza la cartera de inversiones y proyectos que posee la misma, estas decisiones no se toman en un momento en concreto, sino que son por etapas, en donde se puede rechazar o aceptar la inversión, de acuerdo a nueva información que aparece en el tiempo, eso es una opción “real”. Debido a esto, la gran mayoría de los directivos están incluyendo en sus decisiones la teoría de opciones.

Desde el punto de vista tradicional, cuanto mayor es el nivel de incertidumbre, menor es el valor del activo. El punto de vista de las opciones reales demuestra que una mayor incertidumbre puede provocar un valor superior del activo si los directivos logran identificar y utilizar sus opciones para responder con flexibilidad al desarrollo de los acontecimientos.



A continuación mostramos el llamado “cono de la incertidumbre”, esta es una figura sencilla que representa de qué forma puede evolucionar el valor con el transcurso del tiempo. En este ejemplo el rango de incertidumbre aumenta con el horizonte temporal. La tasa de rentabilidad positiva esperada para los dos próximos años hace que el cono tenga una inclinación ascendente.



Si hablamos de opciones reales, debemos partir mencionando a los creadores de esta teoría de valoración de opciones, Black-Scholes-Merton. Estos tres individuos ganadores del premio Nobel de economía en el año 1997 por sus aportes en esta área asentaron las bases para el desarrollo posterior.

En el modelo que ellos plantearon definen el valor de una opción de compra como:

$$c = S_0 N(d_1) - X e^{-rt} N(d_2)$$

En donde

$$d_1 = \frac{\ln(S_0 / X) + (r + \frac{\sigma^2}{2})T}{\sigma\sqrt{T}} \qquad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

$N(x)$  : Función de distribución de probabilidad para una variable normal estandarizada, o sea, es la probabilidad de que una variable aleatoria con una distribución normal estándar,  $\theta(0,1)$  sea menor que  $x$ .

- $c$  : Es el precio de la opción de compra
- $S_0$  : El precio de las acciones o subyacente
- $X$  : Precio de ejercicio
- $r$  : Tipo de interés libre de riesgo
- $T$  : Tiempo hasta el vencimiento
- $\sigma$  : Volatilidad del precio de las acciones o subyacente

Las críticas sobre este método vienen dadas por la complejidad de aplicación de esta metodología, según estudios, un importante número de empresas no quedan conformes después de haber aplicado las opciones reales. Debido a esto, pensamos que es más efectivo y simple aplicar el método del VPN, incluso es más económico en comparación a las opciones reales.

## 2.14 Flujo de Caja Descontado

En éste modelo se intenta calcular el valor de la empresa utilizando flujos de caja futuros de la misma. Para esto se deben realizar estimaciones de estos valores, además de utilizar una tasa pertinente para descontar los mismos.

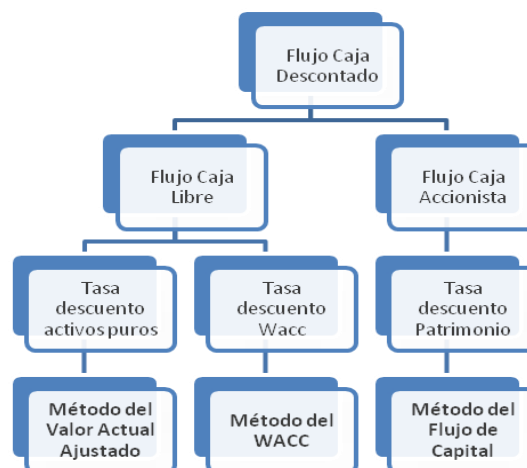
Básicamente:

$$\frac{\sum F_i}{(1+r)^i}$$

En donde:

$F_i$  es el flujo de caja para el periodo  $i$  ;  $r$  es la tasa de descuento.

Existen tres principales métodos cuando se trata de FCD. Estos difieren en los flujos de caja como también en las tasas ocupadas para descontar. A continuación se detallan, mencionando como se debe realizar el cálculo para obtener cada uno de ellos.



### 2.14.1 Método del Valor Actual Ajustado

El valor de una empresa con deuda es igual al valor de la empresa sin deuda más los beneficios tributarios que se generan del ahorro de pago de impuesto, debido a que el pago de intereses sobre la deuda se deduce de la utilidad afecta al pago de impuesto, haciendo que la empresa pague menos.

Por lo tanto:

$$V_{CD} = V_{SD} + \text{beneficios}_{\text{tributarios}}$$

Suponiendo que la empresa generará flujos constantes a perpetuidad (se puede agregar una tasa de crecimiento constante de los flujos). Primero descontamos los flujos de la empresa sin deuda a una tasa de costo capital de una empresa no endeudada (o apalancada)  $R_0$ , y añadiendo el valor actual de los beneficios tributarios, nuestra fórmula la podemos escribir:

$$V_{CD} = \frac{FC_{SD}}{R_0} + tc * B$$

En donde  $FC_{SD}$  es igual al conocido Flujo de caja libre, y se calcula de la siguiente manera:

- (+) Ingresos operacionales
- (-) Costos operacionales
- (-) Impuestos (solo considera flujos operacionales)
- (-) Inversión
- (-)  $\Delta$  Capital de trabajo<sup>1</sup>
- (=) Flujo de Caja Libre**

---

<sup>1</sup> Capital de trabajo = Existencias + Cuentas por cobrar + Valores negociables – (Proveedores + Acreedores varios + Cuentas por pagar).



Cabe destacar que el flujo de caja libre no considera ningún componente de la deuda (intereses o amortizaciones), solo se consideran los aspectos operacionales de la empresa.

La tasa de costo capital para una empresa no apalancada o tasa de activos puros, se estima usando CAPM:

$$R_0 = R_f + R_p + \beta_{SD}(R_m - R_f)$$

En donde:

$R_f$  : Tasa libre de riesgo<sup>2</sup>

$R_p$  : Riesgo país<sup>3</sup>

$\beta_{SD}$  : Beta de los activos (o beta no apalancado)

$R_m$  : Retorno del mercado<sup>4</sup>

$R_m - R_f$  : Premio por riesgo

### 2.14.2 Método del Flujo de Capital

Este método requiere descontar el flujo de caja de la empresa endeudada a una tasa costo capital de una empresa apalancada  $R_s$  y sumando la deuda, con lo cual obtenemos:

$$V_{CD} = \frac{F_{CD}}{R_s} + B$$

En donde  $F_{CD}$  es el flujo de caja de la empresa apalancada (también llamado Flujo de caja del accionista) y se estima:

---

<sup>2</sup> Para calcular esta tasa libre de riesgo, se debe tomar los bonos de mayor plazo, por ejemplo los Treasury Bonds a 10 años, debido a que su comportamiento es más estable que los Treasury Bonds a 90 días, esto para el caso de USA. Para Chile, se pueden usar los BCU a 10 años, así estamos eliminando el riesgo de tasas de interés que puedan afectar nuestras estimaciones (Fuente Parisinet).

<sup>3</sup> Se mide en puntos base, 100 puntos base es 1%.

<sup>4</sup> Este puede ser estimado eligiendo el índice bursátil que posee la mayor representatividad de lo que ocurre en la economía. Además como se está usando el modelo CAPM, deberíamos usar el promedio de las rentabilidades pasadas, ya que, como se ve, no está la esperanza en nuestra fórmula, eso fue reemplazado por lo que se menciona anteriormente. En cuanto al periodo que debe tomarse para realizar este promedio, lo ideal para una economía en vías de desarrollo como Chile, es al menos 10 años. (Fuente Parisinet)

- (+) Ingresos operacionales
- (-) Costos operacionales
- (-) Intereses pago de deuda (resultado no operacional)
- (-) Impuestos (sólo considera flujos operacionales)
- (-) Inversión
- (-) Amortizaciones de la deuda
- (-) Δ Capital de trabajo
- (=) Flujo de Caja Accionista**

La tasa costo capital para una empresa apalancada (o tasa patrimonio) puede ser estimada de la siguiente manera:

$$R_s = R_f + R_p + \beta_{CD}(R_m - R_f)$$

En donde:

$\beta_{CD}$  es el beta del patrimonio (o beta apalancado)

$$\beta_{CD} = \beta_{SD} \frac{E + D}{E} - \beta_d \frac{D}{E}(1 - T)$$

Con:

$\beta_d$  Beta de la deuda (en general  $\beta_d \approx 0$ ).

El Flujo del Accionista toma en cuenta el valor económico de la deuda a través de los costos asociados a ella (intereses y amortizaciones).

El valor presente de éste flujo descontado a  $R_s$  (Tasa costo patrimonio) tiene varios aspectos positivos, por ejemplo, proporciona información sobre la capacidad financiera de la empresa, también entrega un flujo real de caja, dando información verídica de las necesidades de excesos de caja generados.

Eso si, hay que tener cuidado con esta alternativa de flujo, si no se usa debidamente, se pueden obtener conclusiones erróneas.

### 2.14.3 Método del WACC

Este método llamado costo capital promedio ponderado, implica descontar los flujos de caja de la empresa sin deuda a la tasa de costo capital promedio ponderado  $R_{WACC}$ :

$$V_{CD} = \frac{F_{SD}}{R_{wacc}}$$

Para estimar la tasa de costo capital promedio ponderado se utiliza la proposición II de Modigliani & Miller. Esta plantea que el costo capital de una empresa que financia sus operaciones con una proporción de deuda y patrimonio vendrá dado por la suma del costo de la deuda,  $R_d$ , después de impuesto (ponderado por el peso relativo de la deuda sobre el valor de la empresa), y el costo patrimonial  $R_s$  (ponderado por el peso relativo del patrimonio sobre el valor de la empresa):

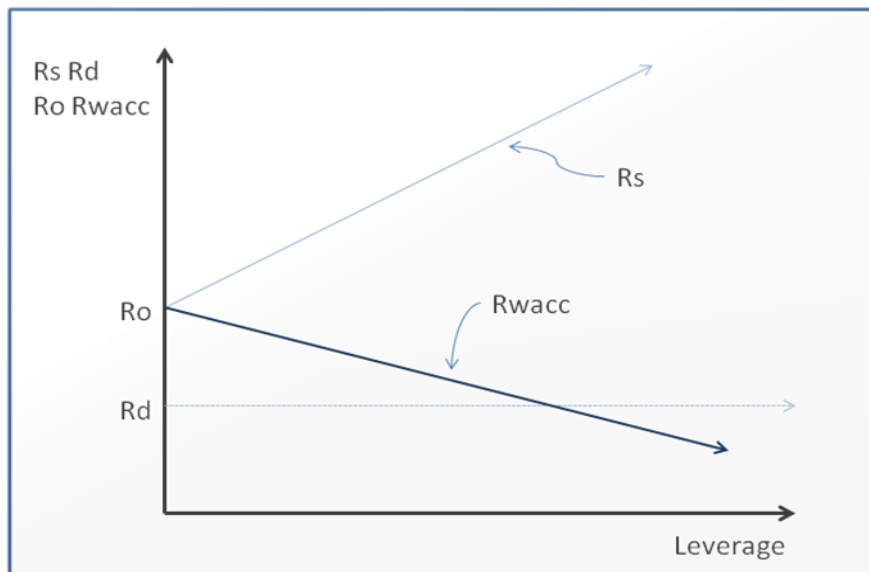
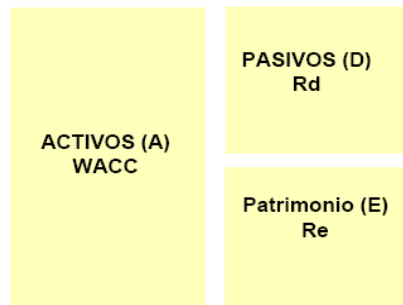
$$R_{Wacc} = \frac{E}{E+D} R_s + \frac{D}{E+D} R_d (1-T)$$

En donde:

$R_d$  es la tasa requerida por los bancos para prestarle a la empresa, esta tasa es conocida también como la tasa de recursos ajenos. Esta tasa se ajusta por  $(1 - T)$  la cual proporciona un beneficio tributario.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Al momento de estimar el costo de la deuda, se sugiere tomar en cuenta sólo la deuda de largo plazo mantenida por la compañía. La razón por la cual no se sugiere considerar la deuda de corto plazo se debe a que, si la empresa se encuentra bien administrada financieramente, la deuda de corto plazo se explicaría por los activos circulantes operacionales de la compañía y, en consecuencia, su pago estaría cubierto: la deuda de corto plazo (cuentas por pagar a proveedores, créditos bancarios de corto plazo, líneas de crédito, etc.) se cancelaría al liquidar las cuentas por cobrar, los inventarios, y el resto del activo circulante. No obstante, si la empresa está usando deuda de corto plazo para financiar inversiones en activo fijo, lo más probable es que se produzca un descalce en los flujos de la compañía. Este descalce de flujos aumentará el riesgo financiero del negocio, por lo que al momento de estimar el costo y el nivel de endeudamiento será recomendable considerar toda la deuda de la empresa, tanto de corto como de largo plazo. (Fuente Parisinet).



Es importante hacer algunos alcances prácticos que ayudarán a no cometer errores en la estimación de esta tasa:

- La estructura de capital debe ser una estructura objetivo y no decreciente o creciente en el tiempo. En caso de no tener una estructura objetivo entonces se recomienda utilizar Valor Presente Ajustado (VPA).
- La deuda sólo corresponde a aquella que paga intereses.
- La estructura de capital es económica y no contable.
- La estructura de capital se debe estimar con valores que no incluyan las oportunidades de crecimiento.
- Las tasas de costo de deuda y costo patrimonial deben corresponder a tasas de costo de oportunidad actual y no a tasas históricas.

- En la estimación del costo de deuda se recomienda utilizar la tasa marginal de la deuda puesto que hay costos asociados a la deuda que no están incorporados en la definición normal y además en países como Chile el impuesto a la renta opera como un crédito tributario por lo cual el ahorro tributario de la deuda es menor al convencional.
- En la estimación del costo patrimonial para empresas que no transan en bolsa o bien transan muy infrecuentemente entonces se recomienda obtener un beta del negocio referencial para la misma industria a nivel internacional y además se debe agregar a la tasa de costo patrimonial calculada vía CAPM un premio por la iliquidez de la acción.
- No se debe olvidar que la tasa de costo de capital promedio ponderado descuenta flujos de caja libres que no incluyen el ahorro tributario de los gastos financieros puesto que estos ya están incluidos en la tasa de costo de capital.

Todos los métodos son válidos, debido a que se llega al mismo valor. Todas las alternativas pueden ser hechas sobre flujos nominales o reales, siempre y cuando se use la tasa de descuento correspondiente (nominal o real).

La gran crítica que se le hace a estos métodos, es la rigidez en cuanto se refiere a estructura de endeudamiento, se asume un Leverage constante a través de los años. Si se analiza la evidencia empírica, éste supuesto no es tan absurdo.

Sin embargo, el VAA, no tiene éste problema. Este método primero descuenta los flujos de una empresa financiada completamente con patrimonio, dando más flexibilidad al comportamiento de la empresa en cuestión.

Ventajas del Flujo de Caja Descontado:

- Captura el potencial de crecimiento de los flujos de caja.
- Captura adecuadamente las mejoras, oportunidades del negocio y ajustes de los flujos.
- Refleja adecuadamente las rentabilidades basadas en los riesgos asociados al negocio y al país.

- Proyecciones basadas con la mejor información disponible.
- Permite la flexibilidad de realizar análisis de sensibilidad.
- Todas las proyecciones conllevan una variabilidad
- El riesgo inherente del negocio esta contenido en la tasa de descuento (en el beta)
- El beneficio tributario puede estar reflejado en la tasa o en los flujos.
- En el largo plazo se asegura un retorno y crecimiento de mercado en régimen.

#### Debilidades del Flujo de Caja Descontado

- Sujeto a diferencias en percepción del desempeño de la empresa (expectativas de crecimiento, desarrollo, etc.)
- Requiere un proceso de due diligence exhaustivo, o sea se necesita el acceso a mucha información de la empresa.
- Cambios dinámicos de la industria y economía afectan los supuestos (puede que un cierto año haya un shock positivo o negativo, que haga mejorar o empeorar las expectativas de crecimiento fijada con antelación).
- Supuestos en el riesgo país y calculo del beta tienen un impacto enorme en el valor final (puede que el calculo sea erróneo, y estemos sobre o sub estimando el valor de la empresa).

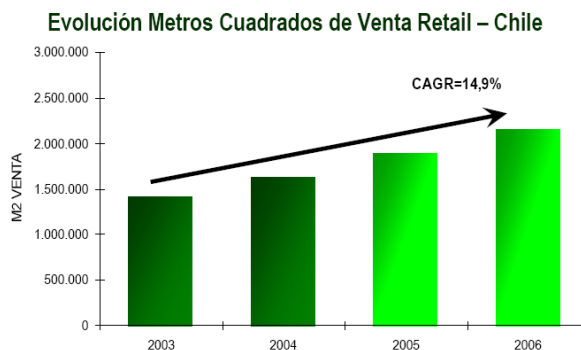
### CAPITULO III: DESCRIPCIÓN SECTOR RETAIL Y

#### CASO PRACTICO LA POLAR

Para entender a que nos referimos cuando se menciona a La Industria del Comercio o Retail se vuelve necesario definir quienes son aquellas empresas que la componen. Entre ellas se encuentran las tiendas por departamentos y por especialidad, supermercados, multitiendas y comerciantes minoristas.

Este sector, reconocido por ser parte importante del PIB nacional, se ha visto beneficiado en sus ingresos principalmente gracias a la estabilidad política y económica que han favorecido el consumo, permitiéndole a la industria del comercio expandirse a un ritmo cercano al 16% en el año 2006 con una cifra cercana a los US\$15 billones.

El sector del retail nacional se ha caracterizado por seguir los comportamientos internacionales a lo que se refiere al funcionamiento y agrupación de los lugares de consumo; en ese sentido su evolución es parte de la exitosa experiencia que han desarrollado en los últimos 20 años. La alta rentabilidad que ha presentado la industria del comercio, ha llevado a las grandes cadenas como lo son D&S, Cencosud, y Mall Plaza entre otras, a agotar las lugares disponibles, dentro de lo que es Santiago, para desarrollar nuevas sucursales de sus comercios. El crecimiento de estos centros responde al comportamiento de los consumidores quienes buscan un mercado accesible, que contenga la mayor cantidad de productos de buena calidad y a menor precio.



Fuente: Reportes de Compañías y Bci Corredor de Bolsa.

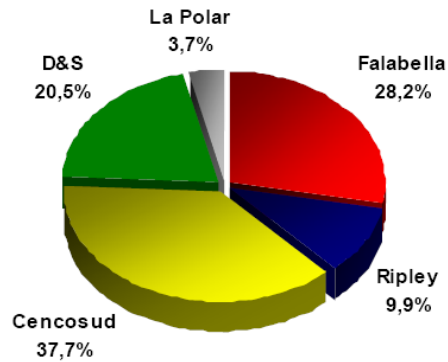
Si bien en los últimos 10 años la tendencia del sector ha ido creciendo, este aún no ha alcanzado el nivel de crecimiento de los países desarrollados. Sin embargo, las proyecciones son elevadas, por lo que Chile es reflejo de un buen sector para captar inversionistas extranjeros que ven en la economía chilena una oportunidad para desarrollar sus negocios.

En la década de los años 80's nuestro país fue testigo de un gran número de empresas extranjeras que deseaban probar suerte, tal es el caso de JC Penny, Home Depot y Carrefour, las cuales no obtuvieron buenos resultados, debido principalmente, a que no fueron capaces de integrarse al ritmo del sector. El hecho de competir con empresas de prestigio que cuentan con un sistema de crédito que beneficia a sus clientes directos, provocó que estas grandes empresas no logaran obtener rentabilidad, dado el bajo nivel de ventas. También hay que considerar que estas empresas no fueron capaces de adaptarse al comportamiento de los consumidores chilenos. Llegaron al país a posicionarse como marcas independientes sin antes gestionar la compra de una cadena ya establecida que le permitiera acceder a un mercado conocido con varios locales dentro de la capital y regiones. Otro impedimento se ocasionó debido a que las grandes empresas nacionales eran los dueños de los centros comerciales, lo cual les facilitó efectuar un bloqueo en el ingreso de estas empresas dentro del país.

### **3.1 Descripción del Sector**

La industria del comercio chileno está compuesta principalmente por Cencosud, D&S, Falabella, La Polar y Ripley, sumando Cencosud y Falabella cerca del 66% del total de los ingresos del sector. A continuación se muestra el tamaño relativo de las ventas para cada empresa para el año 2006.





Tamaño relativo medido en ventas.  
 Fuente: *Economática, Reportes de Compañías.*

La industria se caracteriza por una alta concentración y fortalecimiento de las empresas participantes que buscan aprovechar los actuales canales de distribución y las economías de escala. La fusión de París y Cencosud (Noviembre de 2005), la de Falabella y Sodimac (Julio de 2003), y la adquisición de Santa Isabel por parte de Cencosud (Julio de 2003), son algunos ejemplos de lo anterior.

El negocio financiero se ha convertido en uno de los pilares fundamentales del retail, favoreciendo a que segmentos antes inalcanzables puedan acceder al crédito. Esto ha permitido incrementar las ventas, pero ha agregado un factor de riesgo en el sentido que shocks en la economía (crisis) pueden incrementar la volatilidad del sector al restringir la oferta de crédito. La estacionalidad es un factor característico, ya que implica un riesgo adicional, puesto que gran parte del resultado anual depende de las ventas. Así, una empresa que no cumpla con realizar una campaña exitosa para el período, va a ver fuertemente deteriorado sus resultados y por ende, la evaluación del mercado sobre la capacidad de la empresa.

Un nuevo elemento que se ha ido implementando paulatinamente en éste sector ha sido el desarrollo de marcas propias. Estas no cuentan con el gasto que las marcas tradicionales tienen que hacer en publicidad, por lo que su menor precio se

convierte en una alternativa para el consumidor promedio. La ventaja de las marcas propias ha sido el incremento de las ventas de los retails, ya que los consumidores se benefician de una oferta más variada de productos.

### **3.2 Definición de Retail: Mercado Chileno**

Los retails, cuya rentabilidad se basa en la venta de productos, han visto en el comportamiento de las personas la importancia de su productividad, por lo que han tenido que desarrollar un nuevo modelo de negocios acorde de las exigencias de los consumidores. Ante aquello los retails se han dado cuenta que tener un consumidor conforme no significa necesariamente un futuro cliente, incluso sus propios afiliados tienden a no ser tan comprometidos como las empresas quisieran. En ese sentido el mayor beneficiado es el comprador, ya que el mercado del comercio minorista hará lo necesario para captar la mayor cantidad de clientes que le signifique un aumento en su rentabilidad. Para ello, la alta variedad de productos permite satisfacer un gusto masivo. Esto determina el gran nivel de competencia, puesto que es difícil diferenciarse por medio de los productos que se venden.

Así, la búsqueda de ventajas competitivas viene dado principalmente por la eficiencia de costos, la creación de una marca fuerte, la entrega de servicios que agreguen valor y programas de fidelización al cliente.

La eficiencia en costos es un factor vital en un negocio competitivo caracterizado por bajos márgenes. Esta eficiencia se logra construyendo una relación con proveedores y distribuidores, inversiones en logística y tecnologías de la información, manejo óptimo de inventarios e incremento del tamaño del negocio. Esto último por las economías de escala asociadas al retail.

No es extraño la aparición de los formatos “Power Centers” (conformado por un supermercado, una tienda por departamento y mejoramiento del hogar, como lo está haciendo Cencosud y Falabella), pues buscan el efecto anteriormente citado.

La concentración de las cadenas de retail, en manos de los grandes grupos económicos que han comprado cadenas menores, incentiva a que las empresas

busquen aumentar su participación en el sector, aprovechar las sinergias y economías de escala.

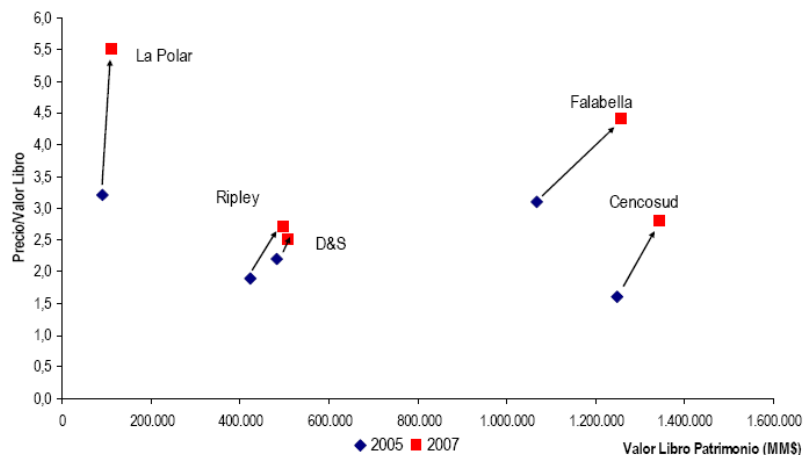
Para el consumidor, más que un problema de falta de oferta, se presenta como un beneficio concreto ya que gracias a este tipo de situaciones los retails logran adquirir productos en mejores condiciones de precios dados los altos volúmenes de productos transados, lo que repercute en menores precios para el consumidor final.

### 3.3 Posicionamiento Empresas del sector Retail

Antes de comenzar un proceso de expansión internacional D&S y Ripley se han enfocado en mejorar ciertos aspectos relacionados con la eficiencia. Ripley se encuentra en plena construcción de un centro de distribución y D&S se encuentra desarrollando un programa de Excelencia Operacional.

La Polar ha logrado posicionarse en la industria debido a la experiencia que ha ganado. Lo más relevante ha sido su fuerte desplazamiento desde el año 2005 hasta el 2007, lo que refuerza las altas expectativas de crecimiento.

Por último se encuentra Cencosud y Falabella, las cuales poseen un deseable posicionamiento con una tasa de crecimiento alta, debido principalmente al proceso de expansión internacional.



Datos a marzo de 2007

Fuente: Economática, Bci Corredor de Bolsa.

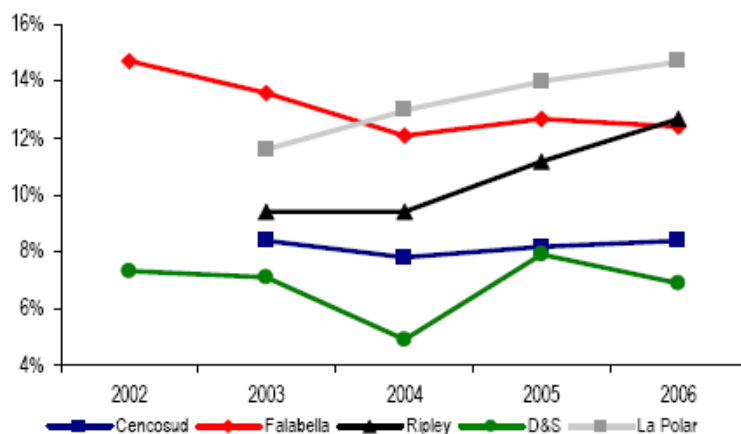
Cencosud en los últimos años ha fortalecido su marca y ha mejorado los márgenes brutos de sus negocios, especialmente para Easy en Chile. Su estrategia de seguir creciendo en el extranjero ha permitido mejorar considerablemente su posicionamiento. Falabella por su parte no se ha quedado atrás y ha crecido fuertemente en ambas variables. Tiene fuertes planes de expansión, altos índices de eficiencia y una marca bien posicionada.

### **3.4 Indicadores Claves**

Como bien sabemos D&S, La Polar y Ripley son empresas que centran su negocio únicamente en Supermercados y Tiendas por Departamento respectivamente, mientras que Cencosud y Falabella diversifican sus ingresos, presentes en Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar.

Un estudio realizado por Bloomberg en el año 2006 tomó una muestra realizada a empresas cotizadas en bolsa, la cual exhibió que de los tres negocios mencionados anteriormente, el de *“tiendas por departamento”* es el de mayor margen Ebitda, seguido del mejoramiento del hogar y finalmente por supermercados (con 9,35%, 7,4% y 5,5%, respectivamente). De ésta forma, al analizar la evolución de los márgenes Ebitda para el retail, no es extraño encontrar a D&S y Cencosud con los menores márgenes, considerando que para el año 2006, el 64,3% de los ingresos de esta última corresponden a supermercados e hipermercados. En la medida que aumenten las participaciones de ingresos de Cencosud provenientes de otras líneas de negocios, se debería esperar un incremento en los márgenes. Por otro lado, la evolución de éste valor para Ripley demuestra la mejora en su eficiencia, acercándose a sus otros pares.

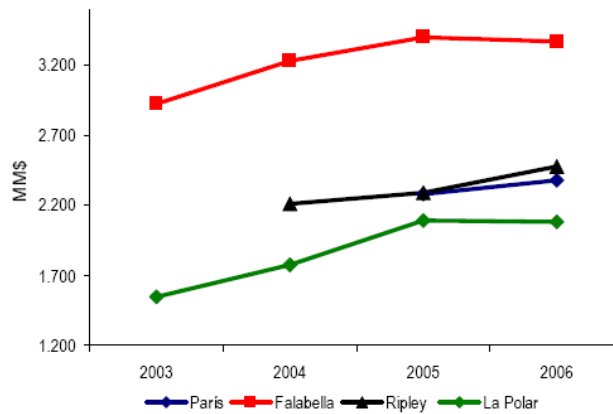
El caso más excepcional es para La Polar, dado que en los últimos 4 años, el margen Ebitda se incrementó por sobre el de Falabella y Ripley, lo que demuestra las buenas gestiones realizadas para incrementar su rentabilidad.



Fuente: *Economática, Reportes de Compañías y Bci Corredor de Bolsa.*

Las ventas por metro cuadrado es un indicador que mide la eficiencia de la inversión y permite analizar el desempeño del sistema al compararlo con sus integrantes. Es interesante analizar el negocio de tiendas por departamento, ya que en la medida que el ingreso per cápita vaya aumentando, debería acentuarse un mayor dinamismo en esta área en comparación con el de supermercados, puesto que aumenta la compra de bienes de consumo discrecional.

Así, la empresa que cuenta con mayores ventas por metro cuadrado es Falabella con cerca de \$3,37 millones (datos al 2006). Los factores que podrían incidir en esta cifra son los distintos segmentos objetivos en los que están enfocadas las empresas lo que derivaría en distintos mix de productos, diferentes estrategias de localización y niveles de eficiencia en términos de ventas.



Fuente: Reportes de Compañías y Bci Corredor de Bolsa.

La evolución de las ventas por metro cuadrado ha sido positiva para París, Ripley y La Polar, siendo ésta última la empresa con mayor proyección de crecimiento después de Falabella.

En cuanto a los Planes de Inversión y Expansión de los metros cuadrados de superficie de venta la expansión en los últimos 3 años ha sido en más de un 50%. Este fuerte crecimiento, marcado por una etapa de consolidaciones y adquisiciones de la industria chilena, no pareciera terminar por lo menos en el mediano plazo. Un claro ejemplo son los planes de inversión de D&S que espera abrir 105 locales Ekono y 80 Líder al 2009 o los planes de La Polar que espera incrementar en más de un 30% la cantidad de locales para terminar con cerca de 41 al 2009. Si bien se espera que éste aceleramiento empiece a moderarse para darle paso a una expansión internacional, lo cierto es que todas estas aperturas van a modificar principalmente los equilibrios actuales. Sólo este año se esperan 91 aperturas a nivel agregado de las cuales muchas ya se han realizado. Concretamente, existen planes de inversión de cerca de US\$3.500 millones para el periodo 2007, que incluyen tanto a Chile como al resto de los países donde hay operaciones. En todo caso, este monto puede modificarse sustancialmente si se concretan las aspiraciones de expansión internacional por parte de los retails.

La internacionalización que está viviendo el retail nacional no es un elemento nuevo en el mundo. Muchos retails extranjeros comenzaron este proceso hace mucho

tiempo y la tendencia se ha incrementado por factores como: la globalización y apertura de los mercados. Chile empezó este proceso en los noventa, donde muchos participantes fracasaron por incurrir en varios errores, entre los cuales se encontraba la falta de conocimiento de la idiosincrasia propia del país y una estrategia “greenfield” (entrar de cero a un mercado) cuando la situación no lo ameritaba.

Estos errores se aprendieron y lo que se está viendo ahora es una asociación o compra de empresas del sector en países donde el mercado está desarrollado y una estrategia “greenfield” en países con mercados poco desarrollados y mucho potencial.

El proceso de expansión se mide según los ingresos del retail facturados en el extranjero. Al 2006, esta cifra estaba en torno al 25% para las empresas con presencia internacional (Cencosud, Falabella y Ripley) monto que debiese crecer producto de las diversas aperturas que se van a realizar y de las intenciones de internacionalización por parte de D&S y La Polar. Argentina, Colombia y Perú son los países donde más se están enfocando los retails nacionales. Los últimos dos mencionados presentan un fuerte crecimiento unido a una mejora de la situación macroeconómica y un tamaño de mercado mucho mayor en términos de población que lo que es Chile. Sin embargo, no hay que olvidar que dicha internacionalización conlleva un aumento en el nivel de riesgo operacional producto de la variabilidad histórica macroeconómica y política que presentan dichos países, especialmente Argentina.

### **3.5 Reseña La Polar**

La Polar nace en el año 1920, desarrollándose como una importante multitienda concentrada en la Región Metropolitana. En 1999, la compañía se encontraba con una ajustada situación financiera, por lo que fue adquirida por el fondo de inversión estadounidense Southern Cross, por medio de su filial Comercial Siglo XXI, a la familia Paz Guendelman.

Posteriormente, el grupo realizó aumentos de capital por unos US\$20 millones para poder continuar con las operaciones de las tiendas llevando a cabo un fuerte plan de expansión y una estrategia orientada a fortalecer la situación competitiva de la

empresa que implicó, entre otros aspectos, un aumento en el mix de productos y en la base de clientes.

Actualmente, Empresas La Polar posee como principal actividad el negocio comercial, a través de la administración de la cadena de multitiendas La Polar. De manera complementaria, desarrolla el negocio financiero otorgando créditos a sus clientes por medio de una tarjeta de crédito propia, con alrededor de 1,9 millones emitidas. Además, la empresa cuenta con 31 locales en el país y cerca de 81.000 m<sup>2</sup> de superficie de salas de ventas, la cual fluctúa entre 4.000 y 8.000 m<sup>2</sup> por local. Todas las tiendas de La Polar son arrendadas mediante contratos de largo plazo; el pago está dado por el mayor valor entre un monto fijo (en UF) por metro cuadrado y un porcentaje de las ventas totales del local. De esta forma, los activos fijos sólo representan el 17,1% de los activos totales consolidados (a diciembre de 2006).

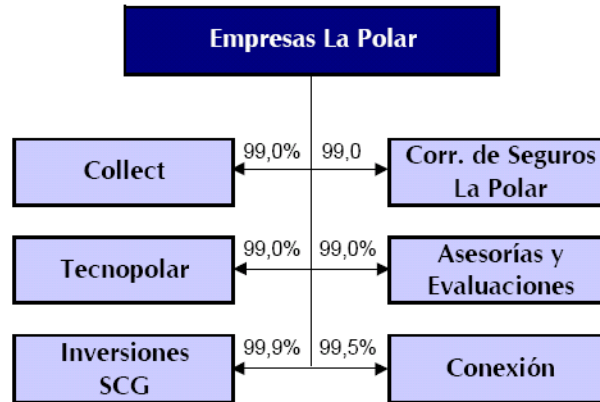
### **3.6 Estructura y Negocios**

Las dos áreas en que participa Empresas La Polar son los negocios financiero y comercial, que generan cerca del 20% y 80% de los ingresos, respectivamente. Empresas La Polar administra de manera centralizada las áreas comercial y operativa de la cadena de tiendas. Se encarga de la compra de mercaderías, distribución y abastecimiento de los locales. Además, se preocupa de manejar la administración de los locales de venta, del personal y sus instalaciones.

A través de la filial Inversiones SCG, financia las compras de los clientes por medio de la tarjeta de crédito “La Polar”, y Tecnopolar realiza la administración de dichas tarjetas. A nivel interno, la filial Collect se encarga de lo relacionado a cobranzas. Por su parte, la Corredora de Seguros La Polar comercializa seguros de vida, de desempleo, de escolaridad, seguros para la extensión de la garantía de productos, seguros para el hogar y para automóviles. Asesorías y Evaluaciones se encarga de la evaluación de los clientes que solicitan la tarjeta “La Polar”. Finalmente, la filial Conexión es la encargada de la publicidad de las tiendas La Polar.



## Estructura Corporativa Actual



En relación al negocio financiero, la compañía determinó como política provisionar el 100% del monto adeudado a los 180 días de morosidad, y tributariamente se castiga a los 360 días contra la provisión.

La Polar conceptualiza el negocio como “una plataforma de servicio orientada a satisfacer las múltiples necesidades, preferencias y gustos de los consumidores, destacando como pilar central, la administración de tiendas por departamento, en la que se ofrece una amplia variedad de productos de vestuario, accesorios, artículos deportivos, línea blanca y electrónica, muebles, decoración y productos para el hogar”.

Complementa esta oferta de productos, “una variada oferta de servicios, entre los que destacan, la emisión y operación de tarjeta de crédito propia y el financiamiento de créditos a clientes, coberturas de seguros generales y vida especialmente diseñadas para los riesgos que enfrentan sus clientes, extensión de garantía de productos durables, avances en efectivo, comercios asociados en los que la tarjeta de crédito La Polar opera como medio de pago, entre otros”.

### 3.7 Estructura de Propiedad

En septiembre del año 2003, Empresas La Polar se abrió a la bolsa a través de un aumento de capital por el 20% de su propiedad, es decir, por 41.329.093 acciones a \$520 cada una, recaudando US\$32 millones. Adicionalmente, en noviembre de ese año, se realizó un remate en bolsa por 54 millones de acciones a \$600 cada una, por lo

que el controlador pasó a tener un 53,9% de la propiedad. Finalmente, en enero de 2005, el grupo controlador volvió a realizar un remate en bolsa, esta vez por el 51,7%, cifra equivalente al total de su participación. Se remataron 106.856.565 acciones a \$1.100 cada una, de las cuales un 20,1% fueron adquiridas por Siglo XXI II, sociedad conformada por el fondo de inversión Southern Cross, ejecutivos y directores de la empresa. De esta forma, La Polar alcanza hoy uno de los *free floating* más altos del mercado (62%), sin considerar a las AFP's.

### **3.8 Fortalezas y Riesgos**

La Polar, producto de fuertes inversiones publicitarias y una eficiente estrategia de marketing, está posicionada como una de las más importantes tiendas del país logrando un fuerte posicionamiento de marca.

Posee locales ubicados en sectores de amplia afluencia de público y en algunos centros comerciales. Amplia cobertura geográfica en Chile.

Su amplia Base de clientes (más de 2,2 millones de tarjetas de crédito emitidas en el país) y una eficiente administración de información estratégica le permite definir sus estrategias de marketing, optimizar el mix de productos ofrecidos y realizar actividades promocionales.

La industria del retail presenta una alta sensibilidad del sector comercial al ciclo económico particularmente a los periodos recesivos del ciclo económico y su efecto en el poder adquisitivo de los consumidores. Lo anterior influye tanto en el volumen de ventas como en la recuperabilidad potencial de los créditos otorgados a los clientes.

La Alta rivalidad entre competidores, multitiendas como: Hites, Corona, y Johnson's, y de tiendas por departamentos (París, Ripley y Falabella). Estas últimas cuentan con agresivas estrategias de expansión que les han dado acceso a nuevos mercados. Adicionalmente, debe considerarse como parte de la competencia a una amplia gama de distribuidores minoristas, tiendas de especialidad e hipermercados. A los actuales competidores, se agrega el desarrollo potencial en el país de distintos formatos y conceptos utilizados en la venta al detalle.

El nivel competitivo lleva a la industria a trabajar con Bajos Márgenes. Esto obliga a la administración a realizar una eficiente selección de mercadería, manejo de inventarios y distribución a los puntos de venta, así como mantener un fuerte control de costos y gastos.

Una sobre inversión a nivel de la industria generaría más puntos de venta de los que el mercado puede absorber. En este sentido las compañías que presenten un crecimiento más allá de sus capacidades pueden ver afectada su posición financiera de manera importante.

El otorgamiento de crédito es un factor clave en la rentabilidad de las compañías y requiere del financiamiento de importantes montos en capital de trabajo. Por ello, es fundamental que la cartera mantenga una adecuada calidad, especialmente en períodos de baja actividad económica o crecimiento de las ventas. Incrementos en la morosidad de los clientes podrían afectar fuertemente el flujo de caja de la empresa. Cambios en el marco regulatorio que rige el otorgamiento de créditos y mayores restricciones en este mercado pueden afectar la capacidad de generación de flujos operacionales. Aspecto fundamental será la capacidad de las empresas para adaptarse ante un escenario más restrictivo.

### **3.9 Situación Financiera**

La situación financiera de la empresa se caracteriza por favorables indicadores de márgenes y rentabilidades, en conjunto con un aumento en el nivel de endeudamiento respecto a la generación de Ebitda registrado a partir de 2004. Entre esa fecha y junio de 2007, la relación deuda financiera sobre Ebitda pasó de 1,7 veces a 2,9 veces. Los mayores niveles de endeudamiento están asociados al mayor nivel de pasivos requeridos para financiar su plan de expansión y el fuerte crecimiento que ha registrado la cartera de créditos. En abril de 2007, la compañía realizó un aumento de su base patrimonial por US\$ 70 millones, que le permitió recuperar su nivel de endeudamiento total a 1,2 veces el patrimonio.

La polar posee una son favorable capacidad de gestión y una mejora en la flexibilidad financiera producto del aumento de capital. Tras este, la empresa obtuvo

importantes recursos que le permitirán financiar parte de su plan de inversiones para el período 2007-2009.

Producto de requerimientos de mayor capital de trabajo y el plan de inversiones, la compañía incrementará su nivel de endeudamiento en los próximos períodos. Al respecto, la compañía realizó la emisión de una línea de bonos por UF 7 millones, cuyos fondos se destinarán a financiar el plan de expansión y a reestructurar pasivos. Esta estructura contempla que la empresa inicialmente mantendrá elevados saldos de caja, que paulatinamente serán utilizados en el financiamiento del plan de inversión del año 2008 y en refinanciar deudas.

El perfil de negocios de La Polar podría presentar cambios dados sus planes de expansión hacia otros mercados dentro de la región. Si bien esto le otorga importantes oportunidades de crecimiento, podría incrementar la participación relativa de países más riesgosos y mercados más inestables.

## CAPITULO IV: APLICACION CASO PRACTICO

### LA POLAR

Como se mencionó con anterioridad el desarrollo de esta Tesis se enmarcará en la Valoración de la empresa La Polar tanto a nivel global como de forma desglosada, determinando la importancia que los activos intangibles tienen al interior de la empresa y fracción del valor de ésta representan.

El Método que se adoptará, dentro de los expuestos con anterioridad, será el de Flujo de Caja Descontado, usando específicamente el WACC, ya que se adapta de mejor forma a las exigencias de la NIC 38, ya que permite identificar los activos en cuestión y la generación de flujos futuros que estos contemplan.

En este contexto hemos estructurado el análisis como sigue:

- Construir el Flujos de Caja Libre proyectado para la empresa
- Tasas de Descuento
- Valor Total de la Empresa
- Sensibilización.

#### **4.1 Construcción y Proyección del Flujo de Caja Libre para La Polar**

Para construir el Flujo de Caja Libre correspondiente al período 2007 a 2011 nos basaremos en los estados financieros del año 2003 a 2006, junto con considerar distintos estudios y valorizaciones entre el 2004 hasta la fecha.

En base a los distintos estados financieros se construyeron los flujos de caja libre para el periodo ya estipulado<sup>6</sup> de donde se han podido derivar los siguientes indicadores de crecimiento para cada una de las cuentas relevantes en la construcción del flujos, lo cuales han sido ajustados según información complementaria

---

<sup>6</sup> Ver Anexos I: Flujo de Caja Libre período 2003 a 2006.

pertenciente a estudios y criterios fundamentados de los evaluadores. El Cuadro I muestra las tasas que hemos considerado.

Cuadro I: Tasas de Crecimiento

Tasas	Valor
Tasa de Impuesto a la Renta	17.00%
Tasa Incremento en Ventas	14.00%
Tasa Incremento Costos de Explotación	12.00%
Tasa Gastos Administración y Ventas	6.00%
Tasa Ingresos Financieros	7.49%
Tasa Otros Ingresos	2.18%
Tasa Amortización Menor Valor de Inversiones	-0.45%
Tasa Gastos Financieros	4.49%
Tasa Otros Egresos Fuera de Explotación	5.00%
Tasa Diferencia de Cambio	5.00%
Tasa Dividendos Percibidos y Pagados	20.00%
Tasa a perpetuidad	2.00%
Tasa Cambio Capital Trabajo	14.55%

Fuente: Cálculos propios

- La tasa Impuesto a la Renta no hay mayor cálculo dado que está determinada por normativa.
- De acuerdo al plan de inversión que posee La Polar para el periodo 2007-2009, se espera un crecimiento sostenido de las ventas, el cual se estima en alrededor del 14%. Esto debido a que el plan considera el aumento en torno al 65% de la superficie total de locales de venta hacia el final del 2009, con una inversión que bordea los US\$100 millones. Hemos ampliado esta estimación para los años 2010 y 2011 pero rebajando la tasa en un 0,5% y un 1% respectivamente. Nuestros fundamentos se cimientan en que si bien los nuevos locales incorporados llegarán a su madurez, dándole mayor volumen de ventas, también hay que considerar el limitado tamaño que tiene el mercado nacional para tan ambicioso plan de inversión junto con esperarse una reacción enérgica de los competidores, por lo que es poco realista considerar que el crecimiento de ventas se mantendrá constante durante los años.
- Esta tasa de Incremento en Costos de Explotación se estimó como proporcional al aumento en ventas, por lo que se le fue asignado un valor del 12% para la

construcción del FCL proyectado, es menor a la tasa de incremento de ingresos debido a que se espera que la empresa sea mas eficiente en el manejo de sus input durante el periodo en cuestión.

- La Tasa de Gastos de Administración y Ventas se han estimado en un 6% para nuestras proyecciones.
- Las tasas de Ingresos Financieros y Gastos Financieros corresponde una tasa suavizada del periodo 2003-2006, debido a que el gran crecimiento de estos en el periodo anterior, es por el gran proyecto de expansión ya mencionado. Se espera una tasa más constante para el futuro.
- Las tasas de Otros Ingresos y Amortización Menor Valor de Inversiones corresponden al promedio suavizado, calculado en base a los estados financieros analizados.
- Otros Egresos fuera de Explotación junto con diferencias de cambio han sido estimadas a partir del promedio registrado para los informes financieros analizados, mas un ajuste por el proyecto de inversión realizado anteriormente.
- La Tasa de Dividendos Repartidos y Pagados de un 20%, se determinó en base a la proporción en que se espera aumente la utilidad en el período 2007 al 2011. Esta tasa también es consistente con la proporción de dividendos con respecto a la utilidad que se han repartido durante los últimos años en La Polar.

Cuadro II: tasa de Dividendos pagados y percibidos.

	2004	2005	2006	Promedio
Tasa dividendos	18.20%	21.34%	21.26%	20.27%

- Por su parte la Tasa a Perpetuidad de un 2% corresponde a una tasa de crecimiento (g) levemente menor a la estimada para el sector de un 2,5%, dado el crecimiento esperado relativamente más reducido en los últimos flujos de valorización y consecuentemente en los requerimientos de capital.
- La Tasa de Capital Trabajo, diferencia entre activos y pasivos circulantes, se ha estimado en un 14.55% lo que sería similar al aumento en ventas estimado

para el período en análisis. Este valor difiere del promedio existente entre 2003 y 2006 que era de un 146%, pero sin duda es un valor más moderado y realista del cambio en capital trabajo para La Polar en los siguientes años.

Otros cálculos relevantes corresponden al cálculo de la depreciación total para cada uno de los años proyectados junto con la tasa de reinversión, teniendo en consideración la tasa de depreciación de un 20%, la tasa de reinversión de un 25% para poder cubrir la depreciación y un margen para expandir las superficies de ventas y una tasa de IPC del 3,5%. El Cuadro III ilustra estos cálculos para el período de evaluación.

Cuadro III: Calculo Depreciación.

	2007	2008	2009	2010	2011
Activos Fijos	49896283	53305862.3	56948429.6	60839905.62	64997299.17
Depreciación	-9979256.6	-10661172.5	-11389685.9	-12167981.12	-12999459.8
Reinversión	12474070.8	13326465.6	14237107.4	15209976.4	16249324.78
Depreciación Nuevos Act Fijos	-831604.717	-888431.039	-949140.493	-1013998.427	-1083288.32
CM Activo Fijo	1746369.91	1865705.18	1993195.04	2129396.697	2274905.471
Activo Fijo Final	53305862.3	56948429.6	60839905.6	64997299.17	69438781.26
Depreciación Total Anual	-10810861.3	-11549603.5	-12338826.4	-13181979.55	-14082748.2
Tasa Reinversión	25%				
Tasa Depreciación	20%				
Años de Depreciación	15				
IPC	3.50%				

Fuente: Cálculos propios.

Finalmente la Corrección Monetaria para cada año se ha estimado como la diferencia ente la corrección monetaria de los activos fijos y aquella del patrimonio. Cabe señalar que las estimaciones para la Utilidad Esperada fueron extraídas de un estudio de Banchile inversiones.

Cuadro IV: Corrección Monetaria.

	2007	2008	2009	2010	2011
Patrimonio Inicial	112077849	143703277	185910611	238006631	302240520
Utilidad Ejercicio	34746000	46630000	57180000	70116929	85980828
Dividendos	-7043297	-9452281	-11590851	-14213272	-17429014
Corrección Monetaria	3922725	5029615	6506871	8330232	10578418
Patrimonio	143703277	185910611	238006631	302240520	381370752
Corrección Monetaria	-2176355	-3163910	-4513676	-6200835	-8303513



En base a los indicadores antes calculados y citados teniendo como base los resultados a Diciembre del 2006, se proyectan los flujos de caja libre desde el año 2006 al 2011. En el Cuadro V se detalla dicha proyección.

Cuadro V: Proyección Flujo de Caja Libre 2007 a 2011

FCL LA POLAR						
	0	1	2	3	4	5
	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
<b>OPERACIONAL</b>						
Ingresos de Explotación	303071160	345501122	393871280	449013259	509630049	575881959
Costos de Explotación	-191115146	-214048964	-239734839	-268503020	-299380867	-332312763
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>	111956014	131452159	154136440	180510239	210249181	243569192
Gastos de Administración y Ventas	-72752066	-77117190	-81744221	-86648875	-91847807	-97358676
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	39203948	54334969	72392219	93861364	118401374	146210517
<b>NO OPERACIONAL</b>						
Ingresos Financieros	1321278	1420208	1526545	1640845	1763702	1895759
Otros Ingresos	22830	23327	23835	24354	24884	25426
Amortización Menor Valor de Inversiones	-227685	-226665	-225649	-224638	-223631	-222629
Gastos Financieros	-6838710	-7145893	-7466875	-7802274	-8152739	-8518947
Otros Egresos fuera de Explotación	-19936	-20933	-21979	-23078	-24232	-25444
Corrección Monetaria	-519954	-2176355	-3163910	-4513676	-6200835	-8303513
Diferencia de Cambio	-157759	-165647	-173929	-182626	-191757	-201345
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	-6419936	-8291957	-9501962	-11081094	-13004609	-15350693
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	32784012	46043011	62890257	82780270	105396766	130859824
Impuesto a la Renta (-)	-5573282	-7827312	-10691344	-14072646	-17917450	-22246170
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	27210730	38215700	52198914	68707624	87479315	108613654
<b>AJUSTES</b>						
Depreciación	3741546	10810861	11549604	12338826	13181980	14082748
Gastos Financieros después de Impuestos	6838710	7145893	7466875	7802274	8152739	8518947
Amortización Menor Valor Inversiones	227685	226665	225649	224638	223631	222629
Dividendos Percibidos y Pagados	-5786073	-6943288	-8331945	-9998334	-11998001	-14397601
Corrección Monetaria	519954	2176355	3163910	4513676	6200835	8303513
Diferencia de Cambio	157759	165647	173929	182626	191757	201345
Ingresos Financieros	-1321278	-1420208	-1526545	-1640845	-1763702	-1895759
Inversión en Activos Fijos	-18396222	-12474071	-13326466	-14237107	-15209976	-16249325
Cambios en Capital Trabajo	-9493911	-10875312	-12457712	-14270357	-16346749	-18725264
<b>TOTAL AJUSTES</b>	-23511830	-11187457	-13062702	-15084603	-17367486	-19938768
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	3698900	27028242	39136212	53623022	70111829	88674886

Fuente: Cálculos propios.

## 4.2 Tasas de Descuento

Como se mencionó en partes previas del trabajo, utilizaremos el modelo del Costo Capital Promedio Ponderado, o WACC, para descontar los flujos de caja libre calculados anteriormente. Para aplicar este método, antes necesitamos saber varios componentes:

- Tasa libre de riesgo ( $R_f$ ): Se consideró una tasa del 3.16% la cual corresponde a un BTU-20 (bono de la Tesorería General de la República con vencimiento en 20 años). Esto es coherente con el periodo analizado y con la realidad del mercado en el análisis del valor de empresas.

- Premio por riesgo ( $E(R_m) - R_f$ ): Se estimó en 8,36%, basados en el Estudio de Maquieira (2007).
- Beta con deuda o Patrimonial ( $\beta_{c/d}$ ): Se utilizó un beta de 1,149 extraído de Bloomberg. Esta medida es la relación entre la empresa y el IPSA (se hace una regresión entre estas dos series de precios, la pendiente de la ecuación resultante, es el beta). Este valor nos muestra que La Polar esta sujeta a los cambios del mercado, lo cual le da un cierto riesgo ante shocks, esto se castigo en las desviaciones estándar de las tasas de crecimiento consideradas.
- Costo del Patrimonio ( $R_s$ ): Usando los valores anteriores se obtuvo una tasa de 12,76%. (Usando CAPM):
 
$$3,16\% + 8,36\% * 1,149 = 12,76\%$$
- Costo de la deuda ( $R_d$ ): Fue calculado considerando la emisión de bonos de los últimos años de la empresa, así como también los análisis de empresas clasificadoras de riesgo, con lo cual se llego a un 5,5% real.
- Tasa impuesto a la renta ( $T_c$ ): Se considero la tasa actualmente vigente, o sea un 17%.
- Endeudamiento Objetivo o Leverage: Esta es la relación entre la deuda y el patrimonio de la empresa. Se calculó como un promedio entre las estimaciones de Security y Banchile Inversiones llegando a un valor de 0,7.
- Relación Patrimonio/Valor empresa: Usando el Leverage anterior, se obtuvo un valor de 0,59.
- Relación Deuda / Valor empresa: Usando el Leverage anterior, se obtuvo un valor de 0,41.
- Tasa WACC: Con todos los valores anteriores, ahora podemos calcular nuestra tasa de costo capital promedio ponderada:

$$5,5\% * 0,41 * (1 - 0,17) + 12,76\% * 0,59 = 9,403\%$$

Esta tasa usaremos para descontar nuestros flujos de caja libre.

#### 4.3 Valor Total de la Empresa

Dado que realizaremos la valoración a través de flujos de caja descontados, procederemos a descontar los flujos de caja calculados con anterioridad para el período 2007 a 2011 a una tasa WACC del 9,403% calculada con anterioridad, como ilustra el siguiente cuadro.

Cuadro VI: Valor La Polar con Deuda

Años	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Flujo de Caja Libre	27028242	39136212	53623022	70111829	88674886
FCL descontado por Wacc	24705126	32697709	40950489	48940497	764217696
<b>Valor LaPolar con Deuda</b>	<b>911511517</b>				

Fuente: Cálculos propios.

El valor obtenido para La Polar es de M\$ 911.511.517, sin embargo este valor no pertenece del todo a los accionistas, por lo que debemos descontar tanto la Deuda esperada para el 2007 como el Interés minoritario para igual período.

Cuadro VII: Valor La Polar sin Deuda e Interés Minoritario

Valor LaPolar	911511517
Valor Deuda 2007E + interés minoritarioE	245616000
<b>Valor LaPolar sin Deuda (V-B = S)</b>	<b>665895517</b>
Nº Acciones	220606
<b>Valor Acción</b>	<b>3018</b>

Fuente: Cálculos propios.

El valor para La Polar sin deuda, o bien patrimonio, corresponde a M\$ 665.895.517, valor que difiere ostensiblemente del patrimonio contable presentado en el año 2006 de M\$ 112.067.849. Si dividimos este valor por el número de acciones M\$ 220.606 tenemos un valor por acción de \$3018, que indica una sobrevaloración respecto al precio de \$ 3.091 en que hoy se transa La Polar.

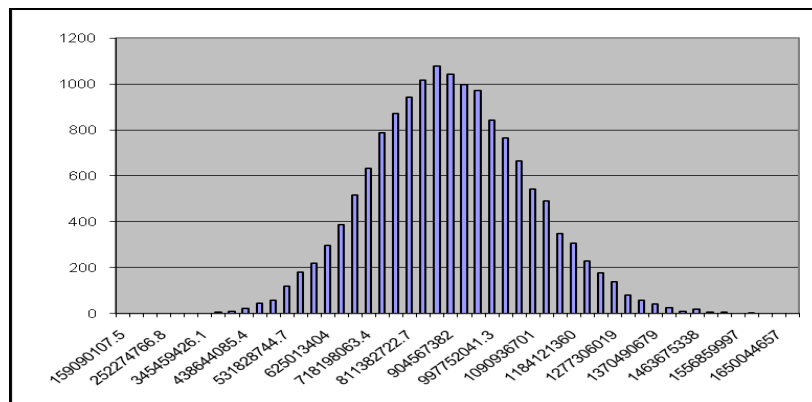
#### 4.4 Sensibilización

En esta sección hemos querido analizar cómo nuestras estimaciones pueden verse afectadas ante variaciones en las distintas tasas que hemos considerado para realizar nuestra proyección. Para este propósito usaremos la Simulación de Montecarlo a través del complemento de Excel, Simulador Parisi.

Hemos considerado como variables de entrada las tasas de crecimiento ya mencionadas, asignan a cada una junto con una desviación estándar del 5%. Se han simulado 15.000 escenarios distintos y el resultado obtenido se resume en el siguiente cuadro.

Cuadro VIII: Reporte Sensibilizador y Distribución de valores.

Reporte Sensibilizador Parisi MC	
Nombre de hoja de resultados	Resultados1
<b>Estadísticas Generales</b>	
Número de variables	17
Número de Iteraciones	15000
Media	919644003
Desviación Estandar	179072341
Varianza	3.2067E+16
Valor Mínimo	159090107
Valor Máximo	1712167763
% Negativo	0%



Fuente: Sensibilizador Parisi en base a cálculos propios

Como se puede apreciar el valor de la media obtenido para La Polar equivale a M\$ 919.644.002,8. También cabe destacar el nulo porcentaje de negatividad asociado a nuestras estimaciones lo que da mayor validez a estas.

Si consideramos el valor de la Media obtenemos un valor por acción de \$ 3.055 como se detalla con posterioridad en el Cuadro IX. También podemos agregar que si consideramos que si acotamos la distribución tanto en su cola izquierda como derecha en un 20%, el valor de la acción fluctuaría entre los \$ 2.283 y \$ 3.691, cálculos exhibidos en el cuadro X.

Cuadro IX: Valor La Polar sin Deuda, valor acción.

<b>VALOR LaPolar</b>	919644002.8
<b>Valor Deuda 2007E + interés minoritarioE</b>	245616000
<b>VALOR LaPolar sin Deuda (V-B = S)</b>	674028003
<b>Nº Acciones</b>	220606
<b>Valor Acción</b>	<b>3055</b>

Cuadro X: Rango para valor de la acción.

	<b>Ingrese %</b>	<b>Clase</b>	<b>Valor Acción</b>
<b>Límite Izq.=</b>	20%	749259616	2283.000537
<b>Límite Der.=</b>	20%	1059875148	3691.010886

Fuente: Cálculos Propios.

## **4.5 Desglose por Activos**

Como ya se había anticipado la valorización de La Polar solo conforma una parte de este trabajo, ya que la misión central es poder desglosar este valor y más aún ver que fracción corresponde a los activos intangibles. Bajo este propósito se plantean las siguientes secciones:

- Tipos de Activos Tangibles y valor asociado y
- Tipos Activos Intangibles y valor asociado

### **4.5.1 Tipos de Activos Tangibles y Valor Asociado**

La Polar, como cualquier otra empresa, presenta tres tipos de Activos Tangibles: Activos Circulantes, Activos Fijos y Otros Activos. Siguiendo la línea que hemos llevado hasta esta instancia, la valoración se realizará a partir de la

metodología de Flujo de Caja Descontado para cada uno de los tipos de activos circulantes ya mencionados.

- Valoración Activos Circulantes

Con el fin de identificar que fracción del flujo de caja libre que presenta La Polar corresponde exclusivamente a los activos circulantes, se ha optado por estimar el rendimiento de estos activos respecto al flujo antes citado.

Este Rendimiento Activos Circulantes surge del producto entre la Rotación de los Activos Circulantes (total de las ventas / activos circulantes) y el Rendimiento del Cash Flow sobre las ventas (flujo de caja libre / total ventas netas). Cabe señalar que para estos cálculos se ha considerado el período 2006 a 2007E, dado que en el año 2005 La Polar presentó un Flujo de Caja Libre negativo dado su alto grado de inversión que forma parte de su plan de expansión y que podría llevar a estimaciones erróneas. Una vez obtenido El Rendimiento de los Activos Circulantes para ambos años se calcula un promedio para realizar nuestras estimaciones.

Cuadro XI: Rendimiento Activos Circulantes.

<b>Años</b>	<b>2006</b>	<b>2007E</b>	
Ventas Netas	303071160	345501122	
Total Activos Circulantes	186120490	214957646	
Flujo de Caja Libre	3698900	27028242	
Rotación Activos Circulantes	162.84%	160.73%	
Rendimiento Cash Flow	1.22%	7.82%	<b>Promedio</b>
Rendimiento Activos Circulantes	1.99%	12.57%	7.28%

Fuente: Cálculos Propios.

Tal y como se ilustra en el Cuadro XI el Rendimiento Promedio de los Activos Circulantes asciende a un 7,28%, que como producto con los Flujos de Caja Libre antes estipulados se obtendrán los flujos futuros generados por los activos circulantes hasta el 2011.

La tasa de descuento apropiada para descontar estos flujos será de un 6,932%, equivalente al promedio entre la tasa de colocación y captación con un plazo de 30

días anualizada, reflejando el costo de oportunidad para la empresa en el corto plazo, estimaciones exhibidas en el Cuadro XII.

Cuadro XII: Tasa Descuento Activos Circulantes

Tasa Colocación (30 Días Anualizada)	7.314%
Tasa Captación (30 Días Anualizada)	6.549%
<b>Promedio Tasa TAB</b>	<b>6.932%</b>

Fuente: Larrain Vial Enero 2008.

También es necesario precisar que dado la continuidad e la empresa más allá del 2011 se ha calculado un valor de perpetuidad considerando la tasa de descuento ya estipulada de un 7,28% y la tasa de crecimiento de 2% (g) ya usada en secciones anteriores.

Cuadro XIII: Valor Activos Circulantes

Años	2007	2008	2009	2010	2011
Flujo Caja Libre	27028242	39136212	53623022	70111829	88674886
Rendimiento Activos Circulante	1967808	2849336	3904057	5104534	6456029
Valor Residual					55639332
Rendimiento Act Circulante Actual	1840250	2491909	3193000	3904210	44415087
<b>Valor Activos Circulantes</b>	<b>55844456</b>				

Fuente: Cálculos Propios

Finalmente con la suma de los flujos de caja proyectados y el valor residual descontados a una tasa del 6,932% llegamos a un valor de M\$ 55.844.456 como muestra el Cuadro XIII.

- Valoración Activos Fijos

Siguiendo el mismo criterio usado para la valoración de los Activos Circulantes se procede a la identificación de los flujos futuros generados por los Activos Fijos en el cuadro XIV. De este modo se llega a un rendimiento promedio de los Activos Fijos de un 25,55%.

Cuadro XIV: Rendimiento Activos Fijos.

<b>Fijos</b>		
<b>Años</b>	<b>2006</b>	<b>2007E</b>
Ventas Netas	303071160	345501122
Total Activos Fijos	49896283	61878906
Flujo de Caja Libre	3698900	27028242
Rotación Activos Fijos	607.40%	558.35%
Rendimiento Cash Flow	1.22%	7.82%
<b>Rendimiento Activos Fijos</b>	<b>7.41%</b>	<b>43.68%</b>
		<b>Promedio</b>
		<b>25.55%</b>

Fuente: Cálculos Propios

La tasa de descuento adecuada teniendo en cuenta la naturaleza de los Activos Fijos sería una tasa TAB en UF a 360 días equivalente a un 7,442% más el IPC proyectado equivalente a un 3,5%, obteniendo un tasa final de descuento de un 10,942%.

Cuadro XV: Tasa Descuento Activos Fijos.

<b>Tasa TAB 360</b>	<b>7.442%</b>
<b>Tasa TAB + IPC</b>	<b>10.942%</b>

Fuente: Larraín Vial.

Es importante señalar que la perpetuidad o valor residual ha sido calculada de la misma forma que para los Activos Circulantes.

Bajo las consideraciones ya estipuladas la adición de los flujos de caja proyectados y el valor residual descontados a una tasa del 10,942%, nos otorga un valor de M\$ 165.839.618 para los Activos Fijos que posee La Polar.

Cuadro XVI: Valor Activos Fijos.

<b>Años</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Flujo Caja Libre	27028242	39136212	53623022	70111829	88674886
Rendimiento Activos Fijos	6904693	9997820	13698652	17910918	22653076
Valor Residual					195228687
Rendimiento Act Fijo Actual	6223672	8122881	10031941	11822991	129638133
<b>Valor Activos Fijos</b>	<b>165839618</b>				

Fuente: Cálculos Propios



- Valoración Otros Activos

Siguiendo el mismo criterio usado con anterioridad se procede a la identificación de los flujos futuros generados por Otros Activos. Haciendo cálculos homólogos llegamos a una tasa de rendimiento para Otros Activos que asciende a 15,87%.

Cuadro XVII: Rendimiento Otros Activos.

Años	2006	2007E	
Ventas Netas	303071160	345501122	
Total Otros Activos	55959182	107549092	
Flujo de Caja Libre	3698900	27028242	
Rotación Otros Activos	541.59%	321.25%	
Rendimiento Cash Flow	1.22%	7.82%	<b>Promedio</b>
Rendimiento Otros Activos	6.61%	25.13%	15.87%

Fuente: Cálculos propios.

Como tasa de descuento hemos considerado la tasa TAB de 360 días equivalente a un 7,442%

Tasa TAB 360	7.442%
--------------	--------

Finalmente, teniendo la misma consideración para el cálculo del Valor Residual, con la suma de los flujos de rendimiento y el valor residual descontado, se llega a un valor de M\$ 121.732.581 como valor para Otros Activos de la empresa.

Cuadro XVIII: Valor Otros Activos.

Años	2007	2008	2009	2010	2011
Flujo Caja Libre	27028242	39136212	53623022	70111829	88674886
Rendimiento Otros Activos	4289527	6211126	8510261	11127123	14073179
Valor Residual					121285440
Rendimiento Otros Activos	4011471	5431989	6960263	8510596	96818262
Valor Otros Activos	121732581				

Fuente: Cálculos Propios

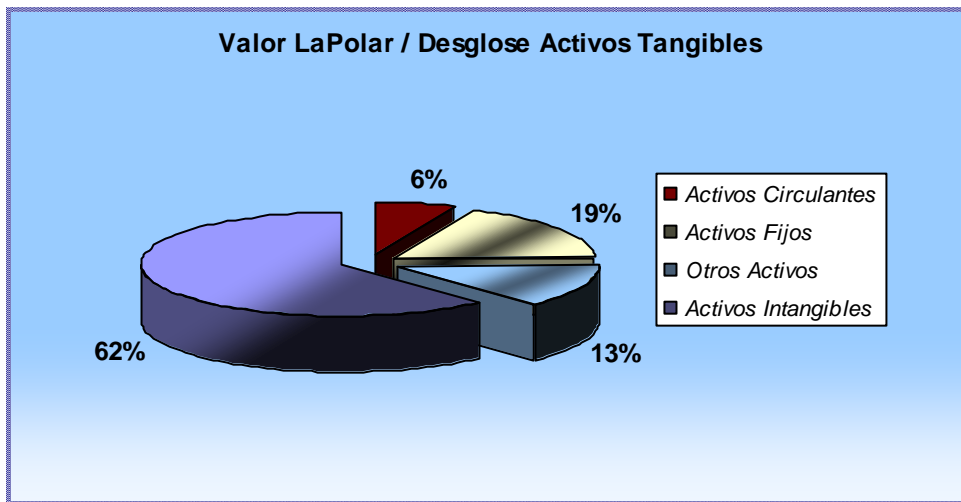
Con el anterior desglose para los Activos Tangibles y su correspondiente valoración, se llega a que los Activos Circulantes representan un 6,13%, los Activos Fijos un 18,19% y Otros Activos una porción del 13,36% del valor total de La Polar.

Cuadro XIX: Proporción valor Activos Tangibles

	Valor	%
La Polar	911511517	100.00%
Activos Circulantes	55844456	6.13%
Activos Fijos	165839618	18.19%
Otros Activos	121732581	13.36%
<b>Activos Tangibles</b>	<b>343416656</b>	<b>37.68%</b>
<b>Activos Intangibles</b>	<b>568094861</b>	<b>62.32%</b>

Fuente: Cálculos Propios

Finalmente se desprende que los Activos Intangibles tienen un valor de M\$ 568.094.861, lo que representa un 62,32% del valor total de La Polar. En base a esto se deriva que los Activos Intangibles tienen un rol central en la generación de valor para esta empresa aunque no se vean reflejados en los Estados Financieros.



#### 4.5.2 Tipos de Activos Intangibles y Valor Asociado

En base a lo anteriormente realizado podemos percatarnos de que los activos intangibles, activos no incorporados en los Estados Financieros, dan explicación a más del 62% del valor de La Polar, por lo que su correcta identificación y valoración se hace crítica.

En el caso de La Polar los activos intangibles que hemos identificado, basados en los elementos teóricos planteados en el desarrollo de este trabajo y el criterio propio, son la localización, tarjeta de crédito propia, marca y los clientes. Para éstos se

identificarán los respectivos flujos que generan y así poder descontarlos mediante la metodología de flujo de caja descontado, manteniendo la consistencia frente a la NIC 38.

La Localización consideramos que es un activo intangible incipiente y que poco a poco se ha ido aprovechando en la medida que La Polar ha inaugurado más tiendas en los malls. Tal es el caso que un total de 31 a marzo del 2007<sup>7</sup> solamente 5 están ubicadas en mall, sin embargo esto ha tenido un impacto positivo dado que el ubicarse dentro de un mall conlleva una la posibilidad de captar un mayor número de clientes, junto con ya haber incurrido en una serie de costos y negociaciones que debería afrontar cualquier tienda que pretendiera vender al interior de un mall.

La Tarjeta de Crédito de La Polar permite otorgar crédito a sus clientes de forma propia, elevando las posibilidades de consumo que pueden tener sus clientes y en definitiva las ventas que se puedan generar. Esto ha permitido el uso de la Tarjeta La Polar como medio de pago en distintos comercios asociados y dar avances en efectivo, logrando un mayor grado de penetración y cobertura. Estos comercios asociados y alianzas estratégicas han tomado mayor relevancia dentro de las colocaciones, contribuyendo a una mayor participación dentro de los ingresos de la Compañía. Tal es la situación que para el 2006 el 72% de las ventas se realizaba a través de la Tarjeta de Crédito antes mencionada.

La Marca por su parte corresponde a “La Polar” y en definitiva el impacto que pueda tener esta en sus clientes según su posicionamiento en la mente de los consumidores y el mensaje que transmite. Consideramos que este activo puede tener un impacto importante en los segmentos en los que se enfoca La Polar, proyectando una imagen de precios más convenientes y accesibles para consumidores de menores ingresos.

Por su parte el activo Clientes son aquellos consumidores que se son fieles a la empresa y que realizan sus compras al contado sin recurrir a la Tarjeta de La Polar, debido a que no la poseen.

---

<sup>7</sup> Ver Anexos II: Detalle Tiendas La Polar.

La tasa de descuento que hemos considerado apropiada para descontar los Activos Intangibles es de un 9,61%. Cabe señalar que esta tasa permite igualar la suma de las tasas ponderadas (producto entre el % y la tasa de descuento respectiva) con la tasa Wacc de 9,40%, antes estimada.

Cuadro XXI: Tasa descuento Intangibles

	Valor	%	Tasa Dcto	Tasa Promedio Ponderada
<b>La Polar</b>	911511517	100.00%	9.40%	
<b>Activos Circulantes</b>	55844456	6.13%	6.93%	0.42%
<b>Activos Fijos</b>	165839618	18.19%	10.94%	1.99%
<b>Otros Activos</b>	121732581	13.36%	7.44%	0.99%
<b>Activos Tangibles</b>	343416656	37.68%		
<b>Activos Intangibles</b>	568094861	62.32%	9.61%	5.99%
<b>Tasa Wacc</b>				9.40%

Fuente: Cálculos Propios

Esta tasa de descuento para los activos intangibles es levemente superior a la usada para descontar los flujos de La Polar, respondiendo básicamente al riesgo de liquidez e incertidumbre que conlleva la inversión en este tipo de activos, detrás de la cual no hay un respaldo físico concreto.

- Valoración Localización

Para poder llevar a cabo este cometido hemos diferenciado los beneficios netos por metro cuadrado de una tienda de La Polar ubicada en Mall versus aquella que no lo está. Para esto se ha tenido que determinar:

- Metros cuadrados de Venta para cada tipo de tienda.
- Margen de explotación de cada tienda.
- Gastos Ocupación (arriendos, gastos comunes, contribuciones, etc.).
- Otros Gastos como contribuciones de bienes raíces.
- Beneficio antes de impuesto a la renta y el impuesto correspondiente.
- Dividendos que se deben cancelar del beneficio.

- Beneficio neto por metro cuadrado.
- Finalmente de determina el diferencial de beneficio que se atribuye a la ubicación versus no estarlo.

Cuadro XXII: Tiendas en mall y no mall, diferencial de beneficio

	Tienda Mall			
	2003	2004	2005	2006
Mts2 Tienda	3,963	4,030	4,030	4,030
Margen Explot.	3670861.41	4982065.512	6002760.915	7724964.97
Gasto Ocupación	569,827	730,802	798,851	1,018,529
Otros Gastos	32,562	41,760	45,649	58,202
Beneficio Mt2	774.38	1,044.54	1,279.97	1,649.69
Impto al Beneficio	-131.64	-177.57	-217.59	-280.45
Beneficio Mt2 despues impto	642.73	866.97	1,062.37	1,369.24
Dividendos	0.00	-190.11	-273.14	-350.72
<b>Beneficio liq</b>	<b>642.73</b>	<b>676.86</b>	<b>789.23</b>	<b>1,018.52</b>

	Tienda no Mall			
	2003	2004	2005	2006
Mts2 Tienda	2,622	2,737	2,886	3,170
Margen Explot.	2,447,241	3,321,377	4,001,841	5,149,977
Gasto Ocupación	244,212	313,201	342,365	436,512
Otros Gastos	20,351	26,100	28,530	36,376
Beneficio Mt2	832.38	1,089.60	1,258.25	1,475.59
Impto al Beneficio	-141.50	-185.23	-213.90	-250.85
Beneficio Mt2 despues impto	690.87	904.37	1,044.35	1,224.74
Dividendos	0.00	-198.31	-268.51	-313.71
<b>Beneficio liq</b>	<b>690.87</b>	<b>706.06</b>	<b>775.84</b>	<b>911.03</b>

<b>Difer Beneficio</b>	<b>-48.139</b>	<b>-29.201</b>	<b>13.391</b>	<b>107.488</b>	<b>60.44</b>
------------------------	----------------	----------------	---------------	----------------	--------------

Fuente: Cálculos Propios

Se ha estimado el diferencial de beneficio para el período 2003 a 2006, sin embargo el diferencial de beneficio promedio sólo ha sido calculado en base al 2005 y 2006 debido a que estos valores refleja de mejor forma los cambios y estrategia de expansión que ha comenzado a implementar La Polar y que anteriormente no estaban fuertemente presentes. De este modo se obtiene un diferencial equivalente a \$60.439 de beneficio por metro cuadrado anualmente, el que posteriormente es multiplicado por la cantidad de metros cuadrados de tiendas La Polar presentes en mall, obteniendo un beneficio total de M\$ 1.207.852.

Cuadro XXIII: Beneficio Diferencial Tiendas Mall

Beneficio Mall (MM\$ / Mts2)	60.44
Total Mts2 Tiendas Mall	20,150
<b>Beneficio Total</b>	<b>1,217,852</b>
Tasa Descto	9.61%

Fuente: Cálculos Propios.

A este beneficio se aplica un crecimiento similar al de ventas y se considera un plazo de 30 años para calcular los flujos, dado que en promedio los contratos de arriendo ascienden a este plazo.

Cuadro XXIV: Beneficio Diferencial Tiendas Mall

	1 2,007	2 2008	3 2009	4 2010	5 2011	6 2012	7 2013
<b>Crecimiento</b>	15.00%	15.00%	15.00%	12.00%	12.00%	12.00%	10.00%
<b>Beneficio Ajustado</b>	1,400,529.64	1,610,609.09	1,852,200.45	2,074,464.50	2,323,400.25	2,602,208.27	2,862,429.10
<b>Benef. Ajust. Actual</b>	1,277,686.38	1,340,460.64	1,406,319.08	1,436,924.18	1,468,195.33	1,500,147.01	1,505,422.72

8 2014	9 2015	10 2016	11 2017	12 2018	13 2019	14 2020	15 2021	16 2022
10.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	5.00%	5.00%	5.00%
3,148,672.01	3,400,565.77	3,672,611.04	3,966,419.92	4,283,733.51	4,626,432.19	4,857,753.80	5,100,641.49	5,355,673.57
1,510,716.99	1,488,465.70	1,466,542.14	1,444,941.50	1,423,659.01	1,402,689.99	1,343,640.10	1,287,076.08	1,232,893.26

17 2023	18 2024	19 2025	20 2026	21 2027	22 2028	23 2029	24 2030	25 2031
5.00%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	2.50%	2.50%
5,623,457.25	5,904,630.11	6,081,769.01	6,264,222.08	6,452,148.74	6,645,713.21	6,845,084.60	7,016,211.72	7,191,617.01
1,180,991.41	1,131,274.50	1,063,009.60	998,864.02	938,589.21	881,951.58	828,731.66	774,942.99	724,645.47

26 2032	27 2033	28 2034	29 2035	30 2036
2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
7,371,407.44	7,555,692.62	7,744,584.94	7,938,199.56	8,136,654.55
677,612.50	633,632.19	592,506.42	554,049.91	518,089.41

**Valor Actual Neto** **34,034,671**

Fuente: Cálculos Propios

Del proceso anterior se extrae que el valor de la ubicación por tener presencia en Mall corresponde a M\$ 34.034.671. Dentro del valor de La Polar el valor anteriormente estimado representa un 3,73%. lo que corrobora nuestros supuestos previos a la valorización.

Aunque Localización tiene un valor reducido si consideramos que tiene importantes posibilidades de crecimiento, más aún bajo la nueva estrategia agresiva de expansión que pretende implementar la empresa en el período 2007 a 2009 y las posibilidades de buscar mercados internacionales.

En definitiva una gestión activa de este activo, junto con lograr mejores negociaciones y aperturar una mayor cantidad de tiendas en los malls, deberían potenciar el valor La Polar dado el mayor número de clientes que visitan regularmente este tipo de centros comerciales y las posibilidades de mayores ventas que esto conlleva.

- Valoración Tarjeta de Crédito, Marca y Clientes.

Para proceder a la valoración de estos activos relacionados lo primero es identificar el valor del remanente que queda tras descontar el valor tanto de los activos tangibles e intangibles que ya hemos valorado<sup>8</sup>.

De este modo hemos generado los flujos de caja directamente relacionados con ventas que dan origen al valor los activos intangibles restantes. Para esto hemos tenido las siguientes consideraciones relacionadas con los gastos asociados a cada tipo de activos:

- Un 100% de incorporación en capital trabajo para el caso del flujo de los activos circulantes por su vinculación directa.
- Un 100% en depreciación y gasto por incorporación de activo fijo, para el caso del flujo de este tipo de activos.
- Se usó el gasto de arriendo, gasto común, gasto contribuciones por bienes raíces, gastos en mantenimiento y gastos en contribuciones para publicidad en el flujo de caja de localización.
- Además para los casos anteriores se descontó el impuesto a la renta y la fracción correspondiente al pago de dividendos.

---

<sup>8</sup> Ver Anexos III: Flujos de caja Activos Tangibles y Localización.

Obtenido el Flujo de Caja perteneciente a Ventas<sup>9</sup> del que conforman parte los activos intangibles por evaluar, se realiza un desglose determinando las ventas totales correspondientes, ventas potenciales, ventas actuales y el crecimiento en ventas.

La vida útil de los clientes es de 7 años lo que conlleva una tasa de pérdida anual de ventas cercana a 14,29%. Las ventas que van quedando son corresponden a las Ventas Actuales, mientras que las ventas necesarias para alcanzar igual monto que en el 2006 son denominados Ventas Potenciales. Finalmente el nivel de ventas necesario para alcanzar la cantidad de ventas proyectadas de acuerdo a las estimaciones anteriores de crecimiento en la construcción del Flujo de Caja Libre, corresponde al Crecimiento en Ventas<sup>10</sup>. A raíz de lo anterior es posible realizar el siguiente desglose por generación de ventas.

Cuadro XXV: Desglose por tipo de Ventas

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas Actuales	259,775,280	253,590,154	246,521,439	238,442,908	229,210,300	218,658,749	206,599,833
Ventas Potenciales	43,295,880	49,481,006	56,549,721	64,628,252	73,860,860	84,412,411	96,471,327
Crecimiento en Ventas	42,429,962	90,800,120	145,942,099	206,558,889	272,810,795	284,328,434	296,076,426
<b>Ventas Totales Proyectadas</b>	<b>345,501,122</b>	<b>393,871,280</b>	<b>449,013,259</b>	<b>509,630,049</b>	<b>575,881,955</b>	<b>587,399,594</b>	<b>599,147,586</b>

Fuente: Cálculos Propios

Siguiendo este desarrollo los porcentajes los estos tipos de ventas expuestos son aplicados tanto a las cuentas de ingreso y egreso operacional sobre el Flujo de Caja de Ventas, dando origen a tres distintos flujos: Ventas Actuales, Ventas Potenciales y Crecimiento en Ventas<sup>11</sup>. Sin embargo el único gasto que no se aplicó bajo este criterio fue el de publicidad debido a que las ventas actuales pueden seguir generándose sin necesidad de mayor marketing dada la fidelidad de los clientes.

Una vez obtenidos los flujos de caja para los distintos tipos de ventas es necesario realizar una asignación para los activos intangibles que valoraremos. En esta línea el Crecimiento en Ventas, que se genera por la incorporación año a año de nuevos clientes a La Polar, se asume como producto del efecto marca, por lo que todo este flujo será asignado a nuestro intangible Marca. Las Ventas Potenciales,

<sup>9</sup> Ver Anexos IV: Flujo de Caja Ventas.

<sup>10</sup> Ver Anexos V: Depreciación de Ventas, Ventas Potenciales y Crecimiento en Ventas

<sup>11</sup> Ver Anexos VI y VII: Asignación Flujo de Caja Ventas



necesarias para neutralizar la tasa de pérdida clientes, se produce por dos efectos: uno es la venta a actuales clientes usando como medio de pago la Tarjeta La Polar que corresponde a un 75% de las ventas totales para la empresa, para luego aumentar paulatinamente hasta un 78 en el 2013E. El segundo corresponde a la fracción de los clientes, que sin tener la tarjeta igual realizan sus compras por un efecto de marca, por lo que esta fracción, será asignada a este intangible. Finalmente las Ventas Actuales a clientes se produce en una fracción de un 75% por el uso da la Tarjeta La Polar como medio de pago, fracción que es asignada al mismo intangible, y un 25% debido a clientes fieles, por lo que esta segunda proporción es asignada al intangible Clientes.

Cuadro XXV: Flujo de Efectivo para Marca, Medio de Pago y Clientes.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Flujo Ventas Actuales</b>	25,020,786	27,667,885	29,891,500	31,552,087	32,615,414	44,323,367	42,195,051
<b>Flujo Ventas Potenciales</b>	1,796,146	3,586,946	5,295,812	7,107,903	9,115,041	15,366,027	17,792,247
<b>Flujo Crecimiento Ventas</b>	1,760,223	6,582,225	13,667,299	22,717,627	33,667,107	51,757,772	54,605,499
<b>% Vts Credito</b>	75%	75%	75%	78%	78%	78%	78%
<b>Flujo Marca</b>	2,209,260	7,478,962	14,991,252	24,281,366	35,672,416	55,138,298	58,519,793
<b>Flujo Medio Pago</b>	20,112,699	23,441,123	26,390,484	30,154,792	32,549,755	46,557,727	46,790,093
<b>Flujo Cliente</b>	6,255,196	6,916,971	7,472,875	6,941,459	7,175,391	9,751,141	9,282,911

Fuente: Cálculos Propios

Usando la metodología de Flujo de Caja descontado a la tasa 9,61% antes estimada, se puede encontrar el valor del intangible Tarjeta de Crédito. Este valor asciende a M\$ 150.799.650, equivalente a 16,54% del valor de La Polar, lo que evidencia la enorme importancia de este activo tanto en la generación de valor para la empresa como para sus clientes.

Cuadro XXVI: Valor Medio de Pago.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Flujo Medio Pago Descdto</b>	18,348,574	19,509,329	20,037,486	20,887,390	20,568,732	26,840,063	24,608,075
<b>Valor Medio Pago</b>	<b>150,799,650</b>						

Fuente: Cálculos Propios

Usamos igual procedimiento para obtener el valor de los intangibles Clientes obteniendo un valor de M \$ 36.983.204, equivalente a un 4,06% de la compañía. Sin duda aunque este intangible tiene un mayor valor creemos que se va ir acrecentando

en la medida que La Polar se siga expandiendo y desarrollando su estrategia de forma consistente.

Cuadro XXVII: Valor Clientes.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Flujo Cliente Descdto</b>	5,706,541	5,756,783	5,673,925	4,808,157	4,534,249	5,621,435	4,882,114
<b>Valor Clientes</b>	<b>36,983,204</b>						

Fuente: Cálculos Propios

Finalmente para el caso de la marca hemos considerado un horizonte de evaluación de 13 años usando a partir del 2014 el crecimiento de perpetuidad de un 2% usado con anterioridad para las ventas.

Cuadro XXVIII: Valor Marca.

<b>Valor Marca</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Flujo Caja</b>	2,209,260	7,478,962	14,991,252	24,281,366	35,672,416	55,138,298
<b>Flujo Caja Descontado</b>	2,015,481	6,224,511	11,382,398	16,819,030	22,541,994	31,786,676

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
58,519,793	59,690,189	62,101,673	65,902,792	71,335,301	78,759,937	88,696,481	101,884,376
30,777,016	28,639,052	27,182,597	26,316,215	25,986,996	26,175,133	26,891,925	28,180,912

<b>Valor Marca</b>	<b>310,919,937</b>
--------------------	--------------------

Fuente: Cálculos Propios

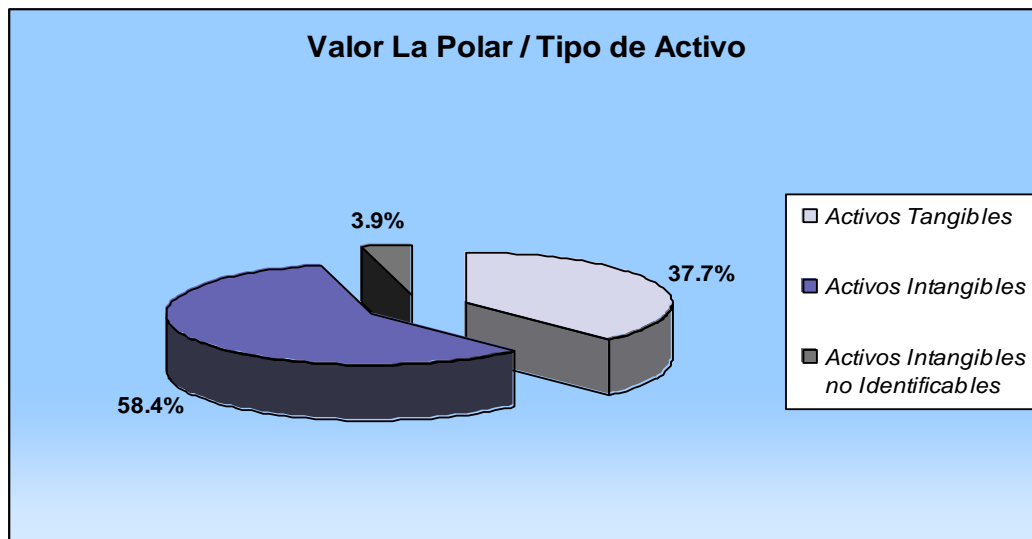
El valor obtenido para este último intangible es de M\$ 310.919.937, representado un 34,11% del valor total de La Polar. Este resultado evidencia el enorme poder de marca que tiene La Polar, fruto de su estrategia dirigida a segmentos de ingresos más reducidos y que tiene un fuerte impacto tanto en Santiago como en regiones.

Como resumen de los resultados obtenidos en este estudio se puede señalar que del valor total para La Polar un 37, 68% corresponde a Activos Tangibles, mientras que un 58,45% responde al valor de los Activos Intangibles. La fracción de un 3,88% restante se le ha designado la clasificación de Activos Intangibles no Identificables, ya que no es posible asignarles un valor concreto.

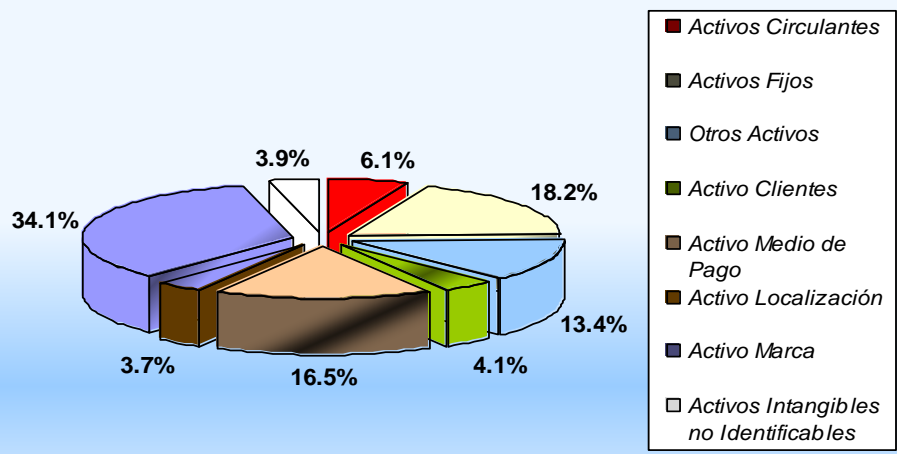
Cuadro XXIX: Proporción y valor de activos tangibles e intangibles.

	Valor	%
LaPolar	911,511,517	100.00%
Activos Circulantes	55,844,456	6.13%
Activos Fijos	165,839,618	18.19%
Otros Activos	121,732,581	13.36%
Activo Clientes	36,983,204	4.06%
Activo Medio de Pago	150,799,650	16.54%
Activo Localización	34,034,671	3.73%
Activo Marca	310,919,937	34.11%
<b>Activos Tangibles</b>	<b>343,416,656</b>	<b>37.68%</b>
<b>Activos Intangibles</b>	<b>532,737,463</b>	<b>58.45%</b>
<b>Activos Intangibles no Identificables</b>	<b>35,357,398</b>	<b>3.88%</b>

Fuente: Cálculos Propios



### Valor LaPolar / Desglose Activos Tangibles e Intangibles



## **CONCLUSIONES**

El interés que despiertan los activos intangibles se centra en diversas razones, entre las que destacan su impacto en el mercado de valores y en la valorización de las empresas.

La evidencia que manifiesta estudios recientes relaciona las inversiones en intangibles con ventajas en rentabilidades o incremento de valor de las acciones y destacan su utilidad como herramienta para entender mejor la dinámica interna de las nuevas organizaciones que utilizan los activos intangibles.

El valor de las empresas, en la actualidad, no reside solamente en sus instalaciones, maquinarias o edificios, sino en aspectos inmateriales que agregan valor, entre los que destacan: la fidelización 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 contable y por ello la importancia de su análisis e investigación para la finalidad de éste trabajo, referido fundamentalmente a la incidencia de éstos en el sector retail y específicamente para La Polar.

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.

De acuerdo al análisis de métodos de valorización presentados, fue posible establecer que el más apropiado para representar dicho valor, es a través del Flujo de Caja Descontado, debido a que la información requerida es más alta y por ende más completa, y que para nuestro caso práctico, es acorde a lo establecido en la Norma Internacional Contable, NIC 38, la cual define claramente los activos intangibles (normalmente sin sustancia o esencia física) y que son capaces de generar beneficios económicos futuros, y éstos deben ser identificables, y por lo tanto debe existir control sobre dichos activos.

Este método de valoración al considerar una gran cantidad de información para la valoración de la empresa, permite dar mayores niveles de confianza en las cifras, lo cual permite entregar garantías acerca de la utilización de éstas, que permitan a los ejecutivos tomar decisiones acertadas que permitan sostener y desarrollar el debido crecimiento de las empresas.

A pesar de ello, la dificultad que supone clasificar y valorar a estos activos debido a la gran demanda de información y que no solamente se obtiene en los estados contables tradicionales, es considerable. Para el desarrollo de éste trabajo sólo se utilizó información pública.

En el estudio desarrollado, se pudo identificar la proporción de activos tangibles e intangibles que generan valor a la empresa. Las cifras expuestas muestran que el 58.4% de activos intangibles son los causantes de la generación de valor de la empresa y un 37.7% corresponden a los activos tangibles. Del 58.4% de intangibles, el 34.1% corresponde al Activo marca, 16.5% Activo Medio de Pago o Tarjeta de Crédito, 4.1% Activo Clientes y un 3.7% Activo de Localización.

De los resultados, se observa que el activo intangible “Marca”, representada por la gestión de marketing que ha estado realizando la empresa, es el activo más importante, lo que es coherente dado las actividades de cambio de imagen que ha estado sufriendo la empresa. El segundo activo “Medio de pago”, descrito por el crédito propio que ofrece la empresa, es el de segunda mayor importancia, lo que claramente está relacionado con el nivel de ventas que se realiza con éste medio de pago.

Con los resultados obtenidos, es posible utilizarlos para la conducción de la gestión de los activos intangibles de tal forma de obtener los mejores resultados financieros.

El modelo utilizado para la valoración de activos intangibles, es recomendable para ser utilizado en cualquier otra actividad económica, pero debe ser ajustado dependiendo de las variables que podrán intervenir.

## **BIBLIOGRAFIA Y FUENTES DE CONSULTAS**

### **LIBROS**

1. JOHNSON, H. T. y KAPLAN, R.S. 1987. Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting. Harvard Business School Press. 230p.
2. LEV, B. 2003. Intangibles: Medición, Gestión e Información. Nueva York, Deusto. Capítulo 1 – 3.
3. MINTZBERG, H. 1993. La Estructuración de las Organizaciones. Barcelona, Ariel. 112p y 341p.
4. NONAKA, I y TAKEUCHI, H. 1995. The Knowledge creating company. Nueva York, Oxford University Press. 40p
5. SHAPIRO, C y VARIAN, H. 1999. Information Rules: A Strategic guide to the Network Economy. HBPS, Capítulo 7.
6. STEWART, T. A. 1997. Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations. New York, Doubleday/Currency, 68p.
7. TEECE, D.J. 2001. Strategies for managing knowledge assets: The role of firm structure and industrial context. En NONAKA, I. y TEECE, D.J. (ed.): Managing industrial knowledge: Creation, Transfer and Utilization. Londres, Sage. 315-329.
8. WILLIAMSON, O.E. 1975. Markets and Hierarchies. New York, Free Press.

### **REVISTAS**

9. ALCALDE, P. 2007. El C3 de hoy equivale al C1 de hace diez años. Revista Qué Pasa.
10. CAMPOS, B. 1998. Medición del Capital Intelectual, Modelo Intelect. Madrid, IUEE, San Lorenzo del Escorial.

11. CAÑIBANO L., GARCÍA-AYUSO M. y SANCHEZ M.P. 2000. La valoración de los intangibles: Estudios de innovación v/s información contable-financiera. Rev. Análisis Financiero, Instituto Español de Analistas Financieros (80).
12. HANDY, C. 1993. Modelo federalista. Equilibrio de poder en la empresa. Harvard Deusto Business Review. Vol. 2 (54) pp. 40-51.

## **ARTICULOS**

13. BARNEY, J.B.1991. Firms Resources and Sustained Competitive Advantage, Recursos de las empresas y ventajas comparativas sostenidas. Journal of Management (17): 99-120.
14. CIBORRA, C. U. y ANDREU, R. 2001. Sharing knowledge across boundaries. Journal of Information Technology (16): 73-81.
15. DOSI, G. 1982. Technological paradigms and technological trajectories: a suggested interpretation of the determinants and directions of technical change. Research Policy (11): 147-162.
16. FERNANDEZ, P. 2007. Valoración de marcas e intangibles. IESE. Universidad de Navarra.
17. GRANT, R. 1991. A resorce-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. California Management Journal. Vol. 33 (3), 114-135.
18. HOLLANDER, R. Los Activos Intangibles: presentación de algunos modelos desarrollados. Concepción.
19. MAQUIEIRA, C. 2007. Valuation of Companies in Latin America. International Seminar for SMU.
20. MOON, Y.J. 2006. A Model for the Value of Intellectual Capital. Canadian Journal of Administrative Sciences.



21. PLATA, L. 2006. Valorización de activos intangibles, la nueva riqueza de las empresas.
22. VELEZ, P.I. 2003. Valorización de Intangibles. Politécnico Grancolombiano. Bogotá.
23. Especial Retail. 26 de Octubre 2006. Diario Estrategia.
24. Informe de Clasificación. Agosto 2007. Feller Rate.
25. Análisis de Riesgo. Junio 2007. Fitch Ratings.
26. Análisis de Riesgo. Julio 2007. Fitch Ratings.

#### **APUNTES**

27. ERGAS, A. 2006. Apuntes Clases, cátedra Finanzas Aplicadas, semestre primavera. Universidad de Chile.
28. MAQUIEIRA, C. 2006. Apuntes Clases, cátedra Finanzas Corporativas, semestre otoño. Universidad de Chile.
29. PARISI, F. 2006. Apuntes Clases, cátedra Finanzas Corporativas, semestre otoño. Universidad de Chile.

#### **PAGINAS WEB**

30. BLOOMBERG. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com). código LAPOLAR CI
31. PARISINET. Valoración de Empresas: El Proceso de Valoración. Capítulos I, II, III, IV, V, VI, VII. [www.parisinet.com](http://www.parisinet.com)

## ANEXOS

Anexos I: Flujo de Caja Libre período 2003 a 2006.

FCL LA POLAR				
OPERACIONAL	2003	2004	2005	2006
Ingresos de Explotación	140639173	187315953	245254643	303071160
Costos de Explotación	-87438283	-115112105	-158258108	-191115146
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>	53200890	72203848	86996535	111956014
Gastos de Administración y Ventas	-40701924	-52200134	-57060812	-72752066
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	12498966	20003714	29935723	39203948
<b>NO OPERACIONAL</b>				
Ingresos Financieros	257017	530761	737360	1321278
Otros Ingresos	40293	60523	96034	22830
Amortización Menor Valor de Inversiones	-230987	-237459	-235212	-227685
Gastos Financieros	-2462352	-2419975	-4232914	-6838710
Otros Egresos fuera de Explotación	-11026	-13591	-72879	-19936
Corrección Monetaria	-245229	-872539	-1718210	-519954
Diferencia de Cambio	464837	242440	-677416	-157759
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	-2187447	-2709840	-6103237	-6419936
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	10311519	17293874	23832486	32784012
Impuesto a la Renta (-)	-1752958	-2939959	-4051523	-5573282
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	8558561	14353915	19780963	27210730
<b>AJUSTES</b>				
Depreciación		2821177	1786582	3741546
Gastos Financieros después de Impuestos	2462352	2419975	4232914	6838710
Amortización Menor Valor Inversiones	230987	237459	235212	227685
Dividendos Percibidos y Pagados	0	-2612926	-4222232	-5786073
Corrección Monetaria	245229	872539	1718210	519954
Diferencia de Cambio	-464837	-242440	677416	157759
Ingresos Financieros	-257017	-530761	-737360	-1321278
Inversión en Activos Fijos	-7373205	-7799282	-14172051	-18396222
Cambios en Capital Trabajo		21183685	-77644776	-9493911
<b>TOTAL AJUSTES</b>	-5156491	16349426	-88126085	-23511830
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	3402070	30703341	-68345122	3698900

Fuente: Memorias y EEFF La polar 2003 a 2006.

Anexos II: Detalle Tiendas La Polar

Nº Tienda	Tienda	Año Apertura	Superficie	Ubicación
1	Alameda	1920	3300	Santiago
2	SanDiego	1985	2050	Santiago
3	LosAngeles	1994	2700	Los Angeles
4	Rancagua	1992	3400	Rancagua
5	Panamericana	1994	1150	Santiago
6	Curicó	1995	2000	Curicó
7	Ahumada	1996	2150	Santiago
8	SanBernardo	1996	3600	Santiago
9	MallAraucoMaipú	1997	2500	Santiago
10	Quilicura	1997	3350	Santiago
11	PuenteAlto	1997	4700	Santiago
12	Talca	1999	2550	Talca
13	ElBelloto	2000	2800	Quilpué
14	Colina	2001	1300	Santiago
15	Valdivia	2001	1750	Valdivia
16	Concepción	2001	2300	Concepción
17	LaReina	2002	3150	Santiago
18	PuertoMontt	2002	4800	Puerto Montt
19	FloridaCenter	2003	5400	Santiago
20	Antofagasta	2003	4550	Antofagasta
21	MalldeLasAméricas	2004	4300	Iquique
22	GranAvenida	2004	3800	Santiago
23	Copiapó	2005	2800	Copiapó
24	ViñadelMar	2005	6800	Viña del Mar
25	Osorno	2006	4350	Osorno
26	Coquimbo	2006	3600	Coquimbo
27	Linares	2006	3600	Linares
28	Concepción	2006	5500	Concepción
29	Puente	2000	2800	Santiago
30	Paseo Puente	2006	3000	Santiago
31	LosAndes	2006	3700	Los Andes
32	LasRejas	2006	4400	Santiago

Fuente: Estudio Feller-Rate Agosto 2007.

### Anexos III: Flujo de Caja Activos Tangibles y Localización

<b>Flujo Caja Activo Fijo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Ventas Netas	62,444,543	75,871,536	91,739,531	109,734,881	130,054,017
Costo de Ventas	-38,686,386	-46,180,190	-54,858,828	-64,463,475	-75,047,688
<b>Margen Bruto</b>	<b>23,758,157</b>	<b>29,691,346</b>	<b>36,880,703</b>	<b>45,271,406</b>	<b>55,006,328</b>
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-10,810,861	-10,867,688	-10,939,762	-11,031,177	-11,147,122
<b>Resultado no Operacional</b>	<b>-10,810,861</b>	<b>-10,867,688</b>	<b>-10,939,762</b>	<b>-11,031,177</b>	<b>-11,147,122</b>
<b>Resultado Antes de Impuesto</b>	<b>12,947,296</b>	<b>18,823,659</b>	<b>25,940,941</b>	<b>34,240,229</b>	<b>43,859,207</b>
Impuesto a la renta	-2,201,040	-3,200,022	-4,409,960	-5,820,839	-7,456,065
<b>Ultima Línea sin Emp. Relac.</b>	<b>10,746,255</b>	<b>15,623,637</b>	<b>21,530,981</b>	<b>28,419,390</b>	<b>36,403,142</b>
Depreciación	10,810,861	10,867,688	10,939,762	11,031,177	11,147,122
Incorporación Activo Fijo	-12,474,071	-13,326,466	-14,407,586	-15,778,808	-17,517,974
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-2,178,353	-3,167,038	-4,364,505	-5,760,842	-7,379,213
Valor Residual					195,228,687
<b>Flujo Caja Activo Fijo</b>	<b>6,904,693</b>	<b>9,997,820</b>	<b>13,698,652</b>	<b>17,910,918</b>	<b>217,881,763</b>
Validador	0	0	0	0	0

<b>Flujo Caja Activo Circulante</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Ventas Netas	31,498,049	31,916,916	32,451,848	33,063,263	33,754,227
Costo de Ventas	-19,514,046	-19,426,643	-19,405,706	-19,422,929	-19,477,881
<b>Margen Bruto</b>	<b>11,984,003</b>	<b>12,490,273</b>	<b>13,046,142</b>	<b>13,640,334</b>	<b>14,276,345</b>
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	0	0	0	0	0
<b>Resultado no Operacional</b>	<b>11,984,003</b>	<b>12,490,273</b>	<b>13,046,142</b>	<b>13,640,334</b>	<b>14,276,345</b>
<b>Resultado Antes de Impuesto</b>	<b>23,968,006</b>	<b>24,980,546</b>	<b>26,092,285</b>	<b>27,280,668</b>	<b>28,552,691</b>
Impuesto a la renta	-4,074,561	-4,246,693	-4,435,688	-4,637,714	-4,853,957
<b>Ultima Línea sin Emp. Relac.</b>	<b>19,893,445</b>	<b>20,733,853</b>	<b>21,656,596</b>	<b>22,642,954</b>	<b>23,698,733</b>
Variación Capital Trabajo	-13,893,074	-13,681,597	-13,362,571	-12,948,509	-12,438,779
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-4,032,563	-4,202,921	-4,389,968	-4,589,911	-4,803,926
Valor Residual					55,639,332
<b>Flujo Caja Activo Ciculante</b>	<b>1,967,808</b>	<b>2,849,336</b>	<b>3,904,057</b>	<b>5,104,534</b>	<b>62,095,360</b>
Validador	0	0	0	0	0

<b>Flujo Caja Localización</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Ventas Netas	15,494,492	14,602,382	13,883,491	13,266,129	12,812,690	13,484,003	14,125,576
Costo de Ventas	-9,599,332	-8,887,929	-8,302,114	-7,793,153	-7,393,565	-7,780,946	-8,151,166
<b>Margen Bruto</b>	<b>5,895,160</b>	<b>5,714,454</b>	<b>5,581,377</b>	<b>5,472,975</b>	<b>5,419,126</b>	<b>5,703,057</b>	<b>5,974,410</b>
G.A.V. con Prestadoras y Recuperos	-9,673,925	-8,995,053	-8,363,821	-7,811,145	-7,327,269	-7,473,815	-7,623,291
<b>Resultado no Operacional</b>	<b>-3,778,764</b>	<b>-3,280,599</b>	<b>-2,782,444</b>	<b>-2,338,170</b>	<b>-1,908,144</b>	<b>-1,770,757</b>	<b>-1,648,881</b>
<b>Resultado Antes de Impuesto</b>	<b>2,116,396</b>	<b>2,433,855</b>	<b>2,798,933</b>	<b>3,134,805</b>	<b>3,510,982</b>	<b>3,932,300</b>	<b>4,325,530</b>
Impuesto a la renta	-359,787	-413,755	-475,819	-532,917	-596,867	-668,491	-735,340
<b>Ultima Línea sin Emp. Relac.</b>	<b>1,756,608</b>	<b>2,020,100</b>	<b>2,323,115</b>	<b>2,601,888</b>	<b>2,914,115</b>	<b>3,263,809</b>	<b>3,590,190</b>
Dividendos Percibidos y Pagados Retail	-356,079	-409,491	-470,914	-527,424	-590,715	-661,601	-727,761
<b>Flujo Caja Localización</b>	<b>1,400,530</b>	<b>1,610,609</b>	<b>1,852,200</b>	<b>2,074,465</b>	<b>2,323,400</b>	<b>2,602,208</b>	<b>2,862,429</b>
Validador	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: Cálculos Propios.

## Anexos IV: Flujo de Caja Ventas

Flujo Caja Ventas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas Netas	236,064,039	271,480,445	310,938,388	353,565,775	399,261,021	573,915,591	585,022,010
Costo de Ventas	-146,249,200	-165,240,078	-185,936,372	-207,701,309	-230,393,628	-331,178,072	-337,587,033
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>	89,814,839	106,240,367	125,002,016	145,864,466	168,867,393	242,737,519	247,434,977
Gastos de Administración y Ventas	-56,632,404	-61,881,481	-67,345,291	-73,005,485	-78,884,285	-91,832,034	-93,668,675
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	33,182,435	44,358,886	57,656,725	72,858,981	89,983,108	150,905,485	153,766,302
<b>NO OPERACIONAL</b>							
Ingresos Financieros	1,420,208	1,526,545	1,640,845	1,763,702	1,895,759	2,972,116	3,031,558
Otros Ingresos	23,327	23,835	24,354	24,884	25,426	229,381	233,969
Amortización Menor Valor de Inversiones	-226,665	-225,649	-224,638	-223,631	-222,629	-16,658,489	-16,991,659
Gastos Financieros	-7,145,893	-7,466,875	-7,802,274	-8,152,739	-8,518,947	-122,618	-125,070
Otros Egresos fuera de Explotación	-20,933	-21,979	-23,078	-24,232	-25,444	-3,504,132	-3,574,215
Corrección Monetaria	-2,176,355	-2,896,186	-3,851,410	-5,101,139	-6,690,158	-8,658,417	-11,849,424
Diferencia de Cambio	-165,647	-173,929	-182,626	-191,757	-201,345	-18,189,760	-18,553,555
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	-8,291,957	-9,234,238	-10,418,827	-11,904,913	-13,737,338	-43,931,919	-47,828,396
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	24,890,477	35,124,648	47,237,898	60,954,069	76,245,770	106,973,565	105,937,906
Impuesto a la Renta (-)	-4,231,381	-5,971,190	-8,030,443	-10,362,192	-12,961,781	-18,185,506	-18,009,444
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	20,659,096	29,153,458	39,207,455	50,591,877	63,283,989	88,788,059	87,928,462
<b>AJUSTES</b>							
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros después de Impuestos	7,145,893	7,466,875	7,802,274	8,152,739	8,518,947	122,618	125,070
Amortización Menor Valor Inversiones	226,665	225,649	224,638	223,631	222,629	16,658,489	16,991,659
Dividendos Percibidos y Pagados	-376,292	-552,495	-772,947	-1,119,824	-1,623,747	-17,998,062.23	-17,823,814.91
Corrección Monetaria	2,176,355	2,896,186	3,851,410	5,101,139	6,690,158	8,658,417	11,849,424
Diferencia de Cambio	165,647	173,929	182,626	191,757	201,345	18,189,760	18,553,555
Ingresos Financieros	-1,420,208	-1,526,545	-1,640,845	-1,763,702	-1,895,759	-2,972,116	-3,031,558
Inversión en Activos Fijos	0	0	0	0	0	0	0
Cambios en Capital Trabajo	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL AJUSTES</b>	791,806	868,359	964,715	1,078,574	1,211,357	2,265,910	2,666,435
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	28,577,156	37,837,056	48,854,611	61,377,617	75,397,562	111,447,165	114,592,797
<b>Gtos Marketing</b>	-5,663,240	-6,188,148	-6,734,529	-7,300,548	-7,888,428	-9,183,203	-9,366,868
<b>Otros Gav</b>	-50,969,164	-55,693,333	-60,610,762	-65,704,936	-70,995,856	-82,648,831	-84,301,808

Fuente: Cálculos Propios.

Anexos V: Depreciación de Ventas, Ventas Potenciales y Crecimiento en Ventas.

Determinación Ventas Anuales y Potenciales			Mantención clientes actuales												
% Clientes Act	% Clientes Poten	Venta clientes Act	Venta Actual		0	303,071,160									
75%	13%	259,775,280	303,071,160	1	259,775,280	43,295,880									
64%	13%	253,590,154	303,071,160	2	216,479,400	37,110,754	49,481,006								
55%	13%	246,521,439	303,071,160	3	173,183,520	30,925,629	42,412,291	56,549,721							
47%	13%	238,442,908	303,071,160	4	129,887,640	24,740,503	35,343,576	48,471,189	64,628,252						
40%	13%	229,210,300	303,071,160	5	86,591,760	18,555,377	28,274,860	40,392,658	55,395,645	73,860,860					
37%	14%	218,658,749	303,071,160	6	43,295,880	12,370,251	21,206,145	32,314,126	46,163,037	63,309,308	84,412,411				
34%	16%	206,599,833	303,071,160	7	0	6,185,126	14,137,430	24,235,595	36,930,430	52,757,757	72,353,495	96,471,327			

Determinación Crecimiento de Vetas												
% Crecimiento	% Gto MKT Crec	Crecimiento Proyectado Ventas		1	2	3	4	5	6	7		
12%	49%	42,429,962	1	42,429,962	42,429,962							
23%	65%	90,800,120	2	90,800,120	36,368,539	54,431,580						
33%	72%	145,942,099	3	145,942,099	30,307,116	46,655,640	68,979,342					
41%	76%	206,558,889	4	206,558,889	24,245,693	38,879,700	59,125,151	84,308,345				
47%	79%	272,810,795	5	272,810,795	18,184,270	31,103,760	49,270,959	72,264,296	101,987,511			
48%	77%	284,328,434	6	284,328,434	12,122,846	23,327,820	39,416,767	60,220,246	87,417,866	61,822,888		
49%	75%	296,076,426	7	296,076,426	6,061,423	15,551,880	29,562,575	48,176,197	72,848,222	52,991,047	70,885,082	

Fuente: Cálculos Propios.

## Anexos VI: Asignación Flujo de Caja Ventas

% Participación Flujo de Caja Ventas	75%	64%	55%	47%	40%	37%	34%
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Flujo Clientes Actuales</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Ventas Netas	177,491,759	174,790,018	170,714,288	165,424,413	158,912,322	213,639,346	201,729,010
Costo de Ventas	-109,961,805	-106,388,201	-102,084,518	-97,178,148	-91,700,377	-123,280,614	-116,407,754
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>	<b>67,529,954</b>	<b>68,401,817</b>	<b>68,629,771</b>	<b>68,246,265</b>	<b>67,211,944</b>	<b>90,358,731</b>	<b>85,321,257</b>
Gastos de Administración y Ventas	-38,322,679	-35,857,605	-33,277,085	-30,741,665	-28,257,495	-30,765,922	-29,069,197
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>29,207,274</b>	<b>32,544,211</b>	<b>35,352,686</b>	<b>37,504,600</b>	<b>38,954,449</b>	<b>59,592,810</b>	<b>56,252,059</b>
<b>NO OPERACIONAL</b>							
Ingresos Financieros	1,067,826	982,851	900,872	825,191	754,542	1,106,366	1,045,351
Otros Ingresos	17,539	15,346	13,371	11,643	10,120	85,387	80,678
Amortización Menor Valor de Inversiones	-170,425	-145,282	-123,333	-104,631	-88,610	-6,201,101	-5,859,114
Gastos Financieros	-5,372,852	-4,807,474	-4,283,677	-3,814,459	-3,390,678	-45,644	-43,127
Otros Egresos fuera de Explotación	-15,739	-14,151	-12,671	-11,338	-10,127	-1,304,409	-1,232,471
Corrección Monetaria	-1,636,357	-1,864,681	-2,114,537	-2,386,693	-2,662,791	-3,223,085	-4,085,953
Diferencia de Cambio	-124,547	-111,983	-100,267	-89,718	-80,139	-6,771,115	-6,397,691
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	<b>-6,234,554</b>	<b>-5,945,373</b>	<b>-5,720,242</b>	<b>-5,570,005</b>	<b>-5,467,682</b>	<b>-16,353,601</b>	<b>-16,492,328</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>22,972,720</b>	<b>26,598,838</b>	<b>29,632,444</b>	<b>31,934,595</b>	<b>33,486,767</b>	<b>43,239,209</b>	<b>39,759,731</b>
Impuesto a la Renta (-)	-3,905,362	-4,521,803	-5,037,516	-5,428,881	-5,692,750	-7,350,666	-6,759,154
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	<b>19,067,358</b>	<b>22,077,036</b>	<b>24,594,929</b>	<b>26,505,714</b>	<b>27,794,017</b>	<b>35,888,543</b>	<b>33,000,577</b>
<b>AJUSTES</b>							
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros después de Impuestos	5,372,852	4,807,474	4,283,677	3,814,459	3,390,678	45,644	43,127
Amortización Menor Valor Inversiones	170,425	145,282	123,333	104,631	88,610	6,201,101	5,859,114
Dividendos Percibidos y Pagados	-282,926	-355,719	-424,370	-523,937	-646,278	-6,699,756	-6,146,060
Corrección Monetaria	1,636,357	1,864,681	2,114,537	2,386,693	2,662,791	3,223,085	4,085,953
Diferencia de Cambio	124,547	111,983	100,267	89,718	80,139	6,771,115	6,397,691
Ingresos Financieros	-1,067,826	-982,851	-900,872	-825,191	-754,542	-1,106,366	-1,045,351
Inversión en Activos Fijos	0	0	0	0	0	0	0
Cambios en Capital Trabajo	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Caja Clientes actuales</b>	<b>25,020,786</b>	<b>27,667,885</b>	<b>29,891,500</b>	<b>31,552,087</b>	<b>32,615,414</b>	<b>44,323,367</b>	<b>42,195,051</b>
<b>% Gto MKT</b>	<b>51%</b>	<b>35%</b>	<b>28%</b>	<b>24%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>
<b>% Participación Flujo de Caja Ventas</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Flujo Ventas Potenciales</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Ventas Netas	29581959.78	34105369.29	39160266.88	44837109.19	51207998.57	82474689.08	94196907.46
Costo de Ventas	-18,326,967	-20,758,673	-23,417,237	-26,339,445	-29,549,583	-47,592,031	-54,356,339
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>	<b>11,254,992</b>	<b>13,346,696</b>	<b>15,743,030</b>	<b>18,497,664</b>	<b>21,658,416</b>	<b>34,882,658</b>	<b>39,840,569</b>
Gastos de Administración y Ventas	-9,247,336	-9,179,336	-9,514,199	-10,072,147	-10,786,397	-13,979,297	-15,875,769
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>2,007,657</b>	<b>4,167,360</b>	<b>6,228,830</b>	<b>8,425,517</b>	<b>10,872,018</b>	<b>20,903,361</b>	<b>23,964,800</b>
<b>NO OPERACIONAL</b>							
Ingresos Financieros	177,971	191,776	206,652	223,662	243,144	427,109	488,124
Otros Ingresos	2,923	2,994	3,067	3,156	3,261	32,963	37,672
Amortización Menor Valor de Inversiones	-28,404	-28,348	-28,291	-28,360	-28,554	-2,393,912	-2,735,900
Gastos Financieros	-895,475	-938,044	-982,636	-1,033,882	-1,092,614	-17,621	-20,138
Otros Egresos fuera de Explotación	-2,623	-2,761	-2,907	-3,073	-3,263	-503,562	-575,500
Corrección Monetaria	-272,726	-363,840	-485,055	-646,896	-858,059	-1,244,260	-1,907,927
Diferencia de Cambio	-20,758	-21,850	-23,000	-24,317	-25,824	-2,613,964	-2,987,388
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	<b>-1,039,092</b>	<b>-1,160,073</b>	<b>-1,312,170</b>	<b>-1,509,710</b>	<b>-1,761,909</b>	<b>-6,313,248</b>	<b>-7,701,056</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>968,564</b>	<b>3,007,287</b>	<b>4,916,660</b>	<b>6,915,807</b>	<b>9,110,109</b>	<b>14,590,113</b>	<b>16,263,745</b>
Impuesto a la Renta (-)	-164,656	-511,239	-835,832	-1,175,687	-1,548,719	-2,480,319	-2,764,837
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	<b>803,908</b>	<b>2,496,049</b>	<b>4,080,828</b>	<b>5,740,120</b>	<b>7,561,391</b>	<b>12,109,794</b>	<b>13,498,908</b>
<b>AJUSTES</b>							
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros después de Impuestos	895,475	938,044	982,636	1,033,882	1,092,614	17,621	20,138
Amortización Menor Valor Inversiones	28,404	28,348	28,291	28,360	28,554	2,393,912	2,735,900
Dividendos Percibidos y Pagados	-47,154	-69,409	-97,347	-142,009	-208,257	-2,586,416	-2,869,889
Corrección Monetaria	272,726	363,840	485,055	646,896	858,059	1,244,260	1,907,927
Diferencia de Cambio	20,758	21,850	23,000	24,317	25,824	2,613,964	2,987,388
Ingresos Financieros	-177,971	-191,776	-206,652	-223,662	-243,144	-427,109	-488,124
Inversión en Activos Fijos	0	0	0	0	0	0	0
Cambios en Capital Trabajo	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Caja Clientes Potenciales</b>	<b>1,796,146</b>	<b>3,586,946</b>	<b>5,295,812</b>	<b>7,107,903</b>	<b>9,115,041</b>	<b>15,366,027</b>	<b>17,792,247</b>

Fuente: Cálculos Propios.

## Anexos VII: Asignación Flujo de Caja Ventas

% Gto MKT	49%	65%	72%	76%	79%	77%	75%
% Participación Flujo de Caja Ventas	12%	23%	33%	41%	47%	48%	49%
	1	2	3	4	5	6	7
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Flujo Crecimiento ventas</b>							
Ventas Netas	28,990,321	62,585,058	101,063,833	143,304,253	189,140,701	277,801,556	289,096,092
Costo de Ventas	-17,960,428	-38,093,203	-60,434,617	-84,183,717	-109,143,668	-160,305,427	-166,822,940
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>	<b>11,029,892</b>	<b>24,491,854</b>	<b>40,629,216</b>	<b>59,120,537</b>	<b>79,997,033</b>	<b>117,496,129</b>	<b>122,273,152</b>
Gastos de Administración y Ventas	-9,062,389	-16,844,540	-24,554,007	-32,191,673	-39,840,392	-47,086,816	-48,723,709
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>1,967,504</b>	<b>7,647,314</b>	<b>16,075,209</b>	<b>26,928,864</b>	<b>40,156,641</b>	<b>70,409,314</b>	<b>73,549,443</b>
<b>NO OPERACIONAL</b>							
Ingresos Financieros	174,412	351,918	533,321	714,849	898,072	1,438,641	1,498,083
Otros Ingresos	2,865	5,495	7,916	10,086	12,045	111,031	115,619
Amortización Menor Valor de Inversiones	-27,836	-52,019	-73,014	-90,640	-105,465	-8,063,475	-8,396,645
Gastos Financieros	-877,566	-1,721,357	-2,535,961	-3,304,398	-4,035,654	-59,353	-61,805
Otros Egresos fuera de Explotación	-2,571	-5,067	-7,501	-9,822	-12,053	-1,696,161	-1,766,244
Corrección Monetaria	-267,272	-667,665	-1,251,818	-2,067,550	-3,169,308	-4,191,072	-5,855,544
Diferencia de Cambio	-20,343	-40,096	-59,359	-77,721	-95,383	-8,804,681	-9,168,476
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	<b>-1,018,311</b>	<b>-2,128,792</b>	<b>-3,386,416</b>	<b>-4,825,197</b>	<b>-6,507,747</b>	<b>-21,265,071</b>	<b>-23,635,012</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>949,193</b>	<b>5,518,523</b>	<b>12,688,793</b>	<b>22,103,667</b>	<b>33,648,894</b>	<b>49,144,243</b>	<b>49,914,430</b>
Impuesto a la Renta (-)	-161,363	-938,149	-2,157,095	-3,757,623	-5,720,312	-8,354,521	-8,485,453
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	<b>787,830</b>	<b>4,580,374</b>	<b>10,531,698</b>	<b>18,346,043</b>	<b>27,928,582</b>	<b>40,789,722</b>	<b>41,428,977</b>
<b>AJUSTES</b>							
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros después de Impuestos	877,566	1,721,357	2,535,961	3,304,398	4,035,654	59,353	61,805
Amortización Menor Valor Inversiones	27,836	52,019	73,014	90,640	105,465	8,063,475	8,396,645
Dividendos Percibidos y Pagados	-46,211	-127,368	-251,230	-453,878	-769,213	-8,711,890	-8,807,866
Corrección Monetaria	267,272	667,665	1,251,818	2,067,550	3,169,308	4,191,072	5,855,544
Diferencia de Cambio	20,343	40,096	59,359	77,721	95,383	8,804,681	9,168,476
Ingresos Financieros	-174,412	-351,918	-533,321	-714,849	-898,072	-1,438,641	-1,498,083
Inversión en Activos Fijos	0	0	0	0	0	0	0
Cambios en Capital Trabajo	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Caja Clientes Potenciales</b>	<b>1,760,223</b>	<b>6,582,225</b>	<b>13,667,299</b>	<b>22,717,627</b>	<b>33,667,107</b>	<b>51,757,772</b>	<b>54,605,499</b>
<b>Validación</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Fuente: Cálculos Propios.