



VALORACIÓN DE EMPRESAS FORUS S.A

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

Alumno: Sr. Franz Castro Cabezas

Profesor guía: Sr. Mauricio Jara Bertín

Santiago de Chile, Abril 2015

CONTENIDO

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

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

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

ÍNDICE DE TABLAS

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

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

RESUMEN EJECUTIVO

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

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

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

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

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

CAPITULO I: METODOLOGÍA

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

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

CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

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

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

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

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

2.2 FILIALES

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

a) URUSFORUS S.A:

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

b) TOPSAFETY S.A:

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

c) PERUFORUS: S.A:

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

d) FORUSCOLOMBIA S.A:

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

e) LBC S.A.S:

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

CAPITULO III: FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

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

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

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

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

Al 30 de junio de 2014:

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

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

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

4.1 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

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

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

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

4.2 PATRIMONIO ECONÓMICO DE LA EMPRESA

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

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

4.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

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

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

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

CAPITULO V: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

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

5.1 BETA DE LA DEUDA

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

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

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

Beta de la deuda (Bd)	
Tasa libre de riesgo (rf)	2,24%
Premio por riesgo de mercado (PRM)	5,93%
K_b	5.75%
Beta de la deuda (Bd)	0.592

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

5.2 BETA DE LA ACCIÓN

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

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

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

5.3 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA

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

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

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:

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

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

5.4 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA

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

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

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:

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

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

5.6 COSTO PATRIMONIAL

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

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

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:

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

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

5.7 COSTO DE CAPITAL

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

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

Desarrollando la ecuación se obtienen los siguientes datos:

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

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

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

CAPITULO VI: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA

6.1 ESTADOS FINANCIEROS AL 30 DE JUNIO DEL 2014.

a) EEFF CONSOLIDADOS EN UF

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

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

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

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

b) EEFF CONSOLIDADOS EN UF

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

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

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

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

6.2 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO:

a) ANÁLISIS DE CRECIMIENTO PARA LA EMPRESA

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

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

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

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

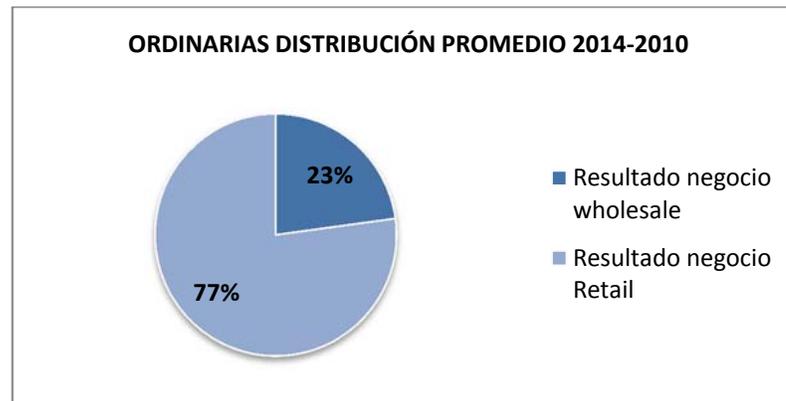


Tabla 14: Elaboración fuente propia: Forus S.A Distribución líneas de negocio

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

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

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

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

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

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

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

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

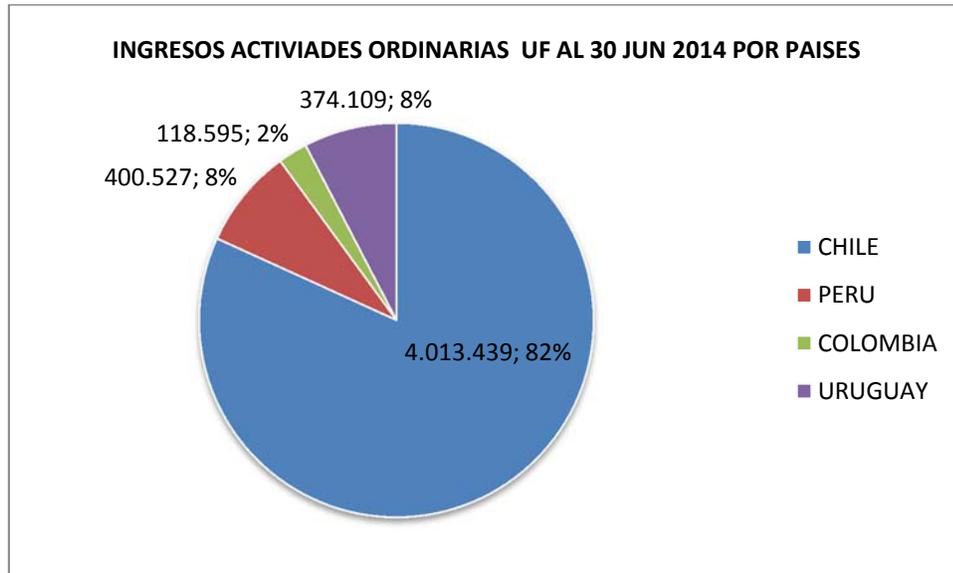


Tabla 17: Elaboración fuente propia: Forus S.A Composición en porcentaje de ingresos de actividades ordinarias por países

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

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

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

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

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

6.3 ANÁLISIS DE COSTOS OPERACIONALES

a) DESCRIPCIÓN DE LOS COSTOS DE OPERACIÓN

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

- **Gastos de administración**

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

- **Costos de venta**

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

- **Costos de distribución**

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

b) DETALLE DE LOS COSTOS DE OPERACIÓN

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

- **Tabla costos de venta**

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

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

- **Tabla costos de distribución**

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

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

- **Tabla gastos de administración**

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

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

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

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

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

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

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

c) ANÁLISIS DE COSTOS NO OPERACIONALES

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

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

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

6.4 CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS CORRIENTES Y NO CORRIENTES

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

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

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

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

7.1 PROYECCIÓN INGRESOS DE OPERACIÓN

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

A) SUPUESTOS INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS.

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

A continuación, se describen las tasas utilizadas:

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

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

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

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

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

7.2 PROYECCIÓN CUENTAS OPERACIONALES

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

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

A) SUPUESTOS COSTOS DE VENTA

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

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

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

B) SUPUESTOS COSTOS DE DISTRIBUCIÓN

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

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

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

C) SUPUESTOS GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

D) SUPUESTOS DEPRECIACIÓN

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

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

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

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

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

7.3 PROYECCIÓN CUENTAS NO OPERACIONALES

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

A) SUPUESTOS RESULTADO NO OPERACIONAL

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

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

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

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

7.4 PROYECCIÓN EERR 2014E-2018E

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

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

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

CAPITULO VIII: PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE

8.1 AJUSTE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

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

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

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

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

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

8.2 INVERSIÓN DE REPOSICIÓN

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

De lo anterior, se conforma el siguiente cuadro:

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

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

8.3 NUEVAS INVERSIONES

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

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

De lo anterior, se conforma el siguiente cuadro:

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

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

8.4 INVERSIÓN CAPITAL DE TRABAJO

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

Se consideraron para calcular el CTON los siguientes supuestos:

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

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

CTON HISTÓRICO 30 JUN 2014 - 2010 UF

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

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

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

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

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

8.5 EXCESO O DÉFICIT CAPITAL DE TRABAJO

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

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

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

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

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

8.6 ACTIVOS PRESCINDIBLES

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

Los activos prescindibles de la empresa son los siguientes:

ACTIVOS PRESCINDIBLES

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

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

8.7 FLUJO DE CAJA LIBRE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Precio de cierre 30 de Junio 2014 FORUS S.A	
Nº de acciones suscritas y pagadas	258.469.000
Precio cierre	2.288
Patrimonio económico UF	24.617.571

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

CAPITULO X: CONCLUSIONES

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

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

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

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

BIBLIOGRAFÍA

Damodaran, Aswath (2006). Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. 2nd Edition.

Maqueira V., Carlos (2010). Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Editorial Andrés Bello, 3^ºEdición.

Memoria FORUS S.A. (2011)

Memoria FORUS S.A. (2012)

Memoria FORUS S.A. (2013)

Memoria FORUS S.A. (Junio 2014)