



VALORACIÓN DE FORUS S.A.

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

Alumno: Sr. Mauricio Godoy Orellana

Profesor Guía: Sr. Mauricio Jara Bertín

Santiago, Diciembre de 2015

Agradecimientos

A mis queridos padres, a mi hermana por su confianza en mis años de estudio, y a toda mi familia por su constante apoyo.

A mi profesor guía, por su paciencia y consejos, que ayudaron a la elaboración de la presenta memoria.

Al mio motore che mi spinge ogni giorno a essere migliore, per la sua compagnia, pazienza e amore oltre allesue correzioni e aiuto.

Tabla de Contenido

1	Resumen Ejecutivo.....	5
2	Metodología	6
3	Descripción de la Empresa e Industria.....	6
3.1	Descripción de la Empresa.....	6
3.2	Descripción de la Industria	9
3.3	Descripción del Financiamiento de la Empresa	10
3.4	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	11
3.5	Estimación del Costo Patrimonial y de Capital de la Empresa	12
3.5.1	<i>Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....</i>	<i>12</i>
3.5.2	<i>Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....</i>	<i>12</i>
4	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	14
4.1	Análisis de Crecimiento.....	14
4.2	Análisis de Costos de Operación	16
4.3	Análisis de cuentas no operacionales.....	17
4.4	Análisis de Activos	19
5	Proyección de EERR.....	21
5.1	Supuestos utilizados.....	21
5.1.1	<i>Ingresos Operacionales.....</i>	<i>21</i>
5.1.2	<i>Costos Operacionales</i>	<i>21</i>
5.1.3	<i>Costos de distribución.....</i>	<i>22</i>
5.1.4	<i>Gastos de Administración y Ventas.....</i>	<i>22</i>
5.1.5	<i>Depreciación y Amortización.....</i>	<i>23</i>
5.1.6	<i>Ingresos Financieros.....</i>	<i>25</i>
5.1.7	<i>Gastos Financieros</i>	<i>26</i>
5.2	Proyección del Estado de Resultados.....	27
6	Proyección de Flujo de Caja Libre	28
6.1	CAPEX	28

6.2	Inversión en Capital de Trabajo	29
6.2.1	<i>Análisis de Cuentas por Cobrar</i>	29
6.2.2	<i>Análisis de Cuentas por Pagar</i>	29
6.2.3	<i>Análisis de Inventarios</i>	30
6.3	Inversión en Capital de Trabajo	30
6.4	Déficit o superávit de KT	31
6.5	Activos Prescindibles	31
6.6	Deuda Financiera de la Compañía	32
6.7	Flujo de Caja Libre Proyectado	33
7	Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción	34
8	Conclusiones	35
9	Anexos.....	36
	Anexo 1 – Bibliografía.....	36
	Anexo 2 – Portafolio de marcas administradas por la compañía	36
	Anexo 3. - Resultados de regresiones para cálculo del Beta de la acción.....	37

1 Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es obtener una valoración económica de la compañía Forus S.A. con fecha 30 de septiembre de 2014.

La metodología utilizada es la de Flujos de Caja Descontados, en donde primero se determina la tasa de costo de capital descontable para la empresa (WACC), considerando la estructura de capital objetivo como promedio histórico de los últimos cinco años. Asimismo, se proyecta tanto el Estado de Resultados de la compañía como el Estado de Flujo de Caja hasta el año 2018.

Como resultado del ejercicio de valoración se obtiene un precio de la acción de \$1.963 al 30 de septiembre de 2014, el que se compara con el precio de cierre en la misma fecha de \$2.528, resultando en un potencial *downside* de 22,35%.

2 Metodología

La metodología utilizada para la valorización de la compañía corresponde a Flujos de Caja Descontados, previo cálculo de la tasa de costo de capital para Forus S.A. al 30 de septiembre de 2014 y la proyección de sus flujos de caja libres hasta el año 2018.

3 Descripción de la Empresa e Industria

3.1 Descripción de la Empresa

Razón Social	Forus S.A.
Rut	86.963.200-7
Nemotécnico	FORUS
Industria	Retail: Industria calzado, vestuario y accesorios
Tipo de Operación	FORUS S.A. es una sociedad anónima abierta, que se constituyó en escritura pública el 29 de Agosto de 1980. La sociedad fue inscrita en el Registro de Valores de la SVS con fecha de 30 Octubre de 1998.

Forus S.A. es una empresa de la Industria Retail dedicada a la fabricación, importación, exportación, comercialización y distribución en cualquiera de sus formas, de calzado, artículos de cuero, vestuarios, textiles, sus insumos y accesorios, y cualquier otro producto relacionado con el calzado y los textiles, a través de una red de tiendas propias y de las principales tiendas por departamentos de Chile. Además posee operaciones en Perú, Colombia y Uruguay. Actualmente cuenta con 267 locales distribuidos en Latino América, con un amplio portfollio de 22 marcas.

Las marcas que posee actualmente son: Hush Puppies, Columbia, Cat, Rockford, Azaleia, Merrell, Nine West, Hush Puppies Kids, Calpany, Brooks, Mountain Hardwear, We Love Shoes, Montrail, Patagonia, Cushe, Sanuk, Sorel, Sebago, Church's, Jansport, Harley Davidson, Norse y Just Smile.

Las tiendas con las que marca presencia en Chile son: Hush Puppies, Rockford, Columbia, Cat, Merrell, Mountain Hardwear, Funsport, Brooks, Nine West, Azaleia, Hush Puppies Women, We Love Shoes, Hush Puppies Kids, Calpany, Discount House, Shoe Express y Just Smile.

El año 2006 la compañía debuta en bolsa.

Estrategia y Operación

Forus S.A. se basa en la venta de marcas de calzado, vestuario y accesorios, de alta calidad y alto valor. La compañía opera adquiriendo licencias o marcas que apunten a su segmento objetivo de clientes, potenciando las ventas en tiendas propias por sobre canales mayoristas a diferencia de lo que hace la mayoría de la industria.

Al 30 de Septiembre de 2014 la empresa presentó ventas por MM\$ 171.046, un resultado bruto de MM\$ 94.748 (55,4% s/ventas) y un EBITDA de MM\$ 32.602 (19,1% s/ventas)

Definición de segmentos de negocios

La empresa define sus segmentos de negocios de acuerdo a su canal de distribución, separándolos en Wholesale y en Retail.

Segmento Wholesale: corresponde al segmento de negocio cuya venta se realiza a través de canal mayorista, donde sus principales clientes son Cencosud Retail S.A., Falabella Retail S.A. y Ripley.

Segmento Retail: corresponde al segmento de negocio que realiza sus ventas a través de una red de tiendas propias, apuntando directamente al consumidor final.

Filiales

La compañía también se encuentra presente en distintos países de Latinoamérica, como Uruguay, Perú y Colombia, a través de subsidiarias radicadas en dichos países.



Uruforus S.A. (100%): Su objeto social es la fabricación, importación, exportación, comercialización y distribución de calzados, artículos de cuero, vestuario y otros. Esta empresa

desarrolla en Uruguay el negocio de ventas a través de dos canales de distribución: venta mayorista y ventas al detalle que realiza a través de la administración de tiendas propias.

- Topsafety S.A. (100%): Su objeto social es fabricación, importación, exportación, distribución y comercialización por cuenta propia o ajena, al por mayor o detalle, de toda clase de calzados, prendas de vestir y accesorios de seguridad, así como la representación de toda clase de marcas y de firmas nacionales y/o extranjeras.
- Perú Forus S.A. (100%): Su objeto social es la fabricación, importación y/o comercialización de toda clase de productos, y a la realización y/o inversión en negocios inmobiliarios.
- Forus Colombia S.A.S. (51,00%): Su objeto social es la distribución y representación, compra y venta, exportación e importación de zapatos, sandalias, pantuflas, guantes, carteras, bolsos y, en general, artículos de vestuario y uso personal en cuero, plástico y similares.
- LifestyleBrands of Colombia S.A.S. (49,00%): Su objeto social es la distribución y representación, compra y venta, exportación e importación de zapatos, sandalias, pantuflas, guantes, carteras, bolsos y, en general, artículos de vestuario y uso personal en cuero, plástico y similares.

Estructura accionaria

Los mayores accionistas de la sociedad son los siguientes (de acuerdo a información de la SVS a septiembre de 2014).

Mayores Accionistas	Se enumeran los 12 principales accionistas del Grupo Forus S.A., indicando su participación		
	Accionistas	Acciones	Porcentaje
	Inversiones Costanera Ltda. (1)	162.908.800	63,03%
	Banco de Chile por cuenta de terceros	16.742.840	6,48%
	Bco. Santander-HSBC Global Custody	12.105.659	4,68%

Trends S.A. (2)	7.610.997	2,94%
Bco. Itaú por cuenta de inversionistas	6.147.156	2,94%
Bco. Santander por cuenta de Inv. Extr.	5.251.397	2,03%
Asesorías e Inv. Sta. Francisca Ltda. (3)	4.666.400	1,81%
BTG Pactual Chile S.A. C DE B	4.358.440	1,69%
Bolsa de Comercio de Stgo.	2.767.903	1,07%
AFP Provida para fondo C	2.730.222	1,06%
Fdo. Inversión Larraín Vial Beagle	2.048.312	0,79%
AFP Provida para fondo B	2.043.648	0,79%
Otros (4)	29.087.196	11,25%
	258.469.000	100%
<p>(1) Inversiones Costanera Ltda. Es un 64,01% propiedad de Costanera S.A.C.I. (2) Trends S.A. es un 99% propiedad de Sebastián Swett Opazo, Rut: 7.016.199-0 (3) Asesorías e Inv. Sta. Francisca Ltda. Es un 99,5% propiedad de Alonso Andrés Swett Opazo, Rut: 7.016.281-4 (4) Dentro del grupo de Otros Accionistas, Comercial Spac Ltda. Es un 45% propiedad de Ricardo Swett Saavedra, Rut: 4.336.224-0 y es dueña del 0,34% de Forus S.A.</p>		

3.2 Descripción de la Industria

La compañía se desenvuelve en la industria de la venta de calzado de alta calidad de distinta índole (deportivo, outdoor, casual), en conjunto con prendas de vestir.

Presenta dos canales de distribución principalmente: el segmento wholesale a través de ventas a retailers mayoristas, y el segmento retail que desarrolla a través de una red de tiendas administradas por sí mismos.

Dentro del mercado nacional no existen empresas que sean directamente comparables con Forus S.A., las que más se asemejan con las grandes cadenas de retail, para lo cual se ha tomado dos de éstas como benchmark: S.A.C.I. Falabella y Ripley Corp S.A.

En el mercado internacional sí existen empresas comparables a la operación de la compañía en estudio, de las cuales se han seleccionado: Bata India Ltda.

S.A.C.I. Falabella: Empresa dedicada a la venta de una variada gama de productos incluyendo la venta al detalle de vestuario, accesorios, productos para el hogar, electrónica, de belleza y otros.

Además de la venta de productos para la construcción y el mejoramiento del hogar y alimentos a través del formato de Supermercados, operando también el segmento inmobiliario a través de la construcción, administración, gestión, explotación, arriendo y subarriendo de locales y espacios en centros comerciales del tipo mall. Además, participa en otros negocios que apoyan su negocio central como los servicios financieros (CMR, corredores de seguros y banco), y la manufactura de textiles (Mavesa, Italmod). Actualmente transa sus acciones en la Bolsa de Santiago.

Ripley Corp S.A.: Su principal negocio es la venta al detalle de vestuario, accesorios y productos para el hogar a través de los distintos formatos de tienda por departamento, acompañado por un negocio financiero a través del crédito directo a sus clientes por medio de la Tarjeta Ripley. Asimismo, maneja el Banco Ripley y participa en la propiedad de centros comerciales en Chile y Perú. Actualmente administra 60 tiendas con una superficie de venta total de más de 410 mil metros cuadrados, y con más de 1,5 millones de tarjetas de crédito con saldo. Actualmente transa sus acciones en la Bolsa de Santiago.

Bata India Limited: Es el mayor distribuidor y fabricante líder de calzado en la India, es una parte de la Organización de Calzado Bata, que tiene su presencia en 70 países de los 5 continentes. A través del mundo el nombre “Bata” es sinónimo de calzado por su herencia, experiencia y presencia a largo plazo en este sector. Actualmente transa sus acciones en New York Stock Exchange, Bombay Stock Exchange.

3.3 Descripción del Financiamiento de la Empresa

El financiamiento histórico de Forus S.A. se ha realizado en gran medida mediante recursos propios, por lo cual, a la fecha de esta valorización no presenta deuda por emisión de bonos, y se realiza el supuesto de que la estrategia de financiamiento de la empresa a futuro se seguirá realizando de esta manera. La deuda financiera de Forus S.A. obedece principalmente a obligaciones con bancos locales y extranjeros en UF y US\$, por tanto se considera el costo financiero de más largo plazo que posee la empresa, deuda proveniente de un leasing con Metlife, para estos efectos se considera esta tasa como el costo de la deuda de la empresa. De acuerdo a datos de Bloomberg, esta tasa corresponde al 2,23% real anual.

3.4 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Deuda Financiera de la Empresa

Para efectos de estudio, se utilizaron los Estados Financieros de la Empresa desde el año 2010 al 30 de Septiembre de 2014, están bajo norma IFRS y se presentan en los anexos a esta entrega.

Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Deuda con bancos ¹	305.858	387.321	204.559	178.412	133.616
Deuda con bonos	0	0	0	0	0
Otras deudas financieras	0	0	0	0	0
Total	305.858	387.321	204.559	178.412	133.616

Patrimonio Económico de la Empresa

Se obtienen datos desde año 2010 al 30 de septiembre 2014, considerando la emisión de acciones suscritas y pagadas como también su precio transada en la Bolsa de Santiago

	2010	2011	2012	2013	sep-14
Numero de Acciones	258.469.000	258.469.000	258.469.000	258.469.000	258.469.000
Precio Cierre Ejercicio (\$)	1.525	1.384	2.695	2.658	2.528
Patrimonio Económico (UF)	18.371.248	16.044.441	30.491.325	30.065.990	27.036.126

<i>UF al final del periodo (\$)</i>	21.455,55	22.294,03	22.840,75	22.852,67	24.168,02
-------------------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Estructura de capital objetivo

Suponiendo deuda financiera igual a deuda de mercado y mediante los datos obtenidos de la deuda (D) y el patrimonio (P) se estima el valor económico de la empresa, el cual define la estructura de capital objetivo.

Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Deuda Financiera (B)	305.858	387.321	204.559	178.412	133.616
Patrimonio (P)	18.371.248	16.044.441	30.491.325	30.065.990	27.036.126
Valor Activos (V)	18.677.106	16.431.762	30.695.884	30.244.402	27.169.742

¹ Incluye financiamiento de largo plazo con Metlife.

Razones Financieras	2010	2011	2012	2013	sep-14
B/V	0,0164	0,0236	0,0067	0,0059	0,0049
P/V	0,9836	0,9764	0,9933	0,9941	0,9951
B/P	0,0166	0,0241	0,0067	0,0059	0,0049

Razones Financieras	Promedio	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. Est.
B/V	0,0115	0,0049	0,0236	0,0063	0,008
P/V	0,9885	0,9764	0,9951	0,9937	0,008
B/P	0,0117	0,0049	0,0241	0,0063	0,008

Dado que los promedios no son sesgados se asumirá que la estructura de capital objetivo de la empresa se mida a partir de éste.

3.5 Estimación del Costo Patrimonial y de Capital de la Empresa

3.5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

	30-09-2010	30-09-2011	30-09-2012	30-09-2013	30-09-2014
Beta	1,226	1,285	1,240	1,142	0,717
p- value	1%	1%	1%	1%	1%
Presencia Bursatil	84,44%	82,78%	87,78%	97,78%	96,11%
Observaciones	91	105	105	104	104

Se realizaron regresiones en MS Excel bajo el modelo $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ para calcular el beta, tomando períodos de dos años para cada beta. Todos los coeficientes resultaron ser significativos al 99%².

3.5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para la estimación del costo de capital (WACC) de Forus se utilizaron los siguientes datos:

Tasa Libre de Riesgo: corresponde al BTU a 30 años observado al 10 de septiembre de 2014, con un valor de 1,91% real anual.

² Para mayor detalle refiérase a Anexo 3

Premio de mercado: viene dado por el docente que guía la presente investigación, equivalente a un 5,93% real anual. Como supuesto se asume que es el premio del IGPA sobre la tasa libre de riesgo.

Tasa de impuesto: equivalente a 20%, aplicable a las utilidades de las firmas.

Costo de la deuda: a partir de información de Bloomberg, se estima que el costo de la deuda de Forus es el siguiente, a pesar de no emitir bonos y sólo poseer un leasing con MetLife.

$$K_b = 2,23\% \text{ anual, real.}$$

Beta de la deuda: Utilizando el modelo de CAPM, se obtiene el Beta de la deuda (β_B)

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

$$\beta_B = 0,054$$

Beta de la acción: se utiliza el beta obtenido en la sección 3.5.1 para el 30 de septiembre de 2014.

$$\beta_p^{c/d} = 0,717$$

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

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

Utilizando las razones de la sección de la empresa para el 30 de septiembre de 2014:

Razones	sep-14
B/V	0,0049
P/V	0,9951
B/P	0,0049

$$\beta_p^{s/d} = 0,7144$$

Beta Patrimonial con deuda: A fin de obtener el Beta patrimonial con la estructura de capital objetivo se utilizarán los parámetros obtenidos en 3.4 a partir del promedio.

Razones Financieras	Promedio
B/V	0,0115
P/V	0,9885
B/P	0,0117

$$\beta_p^{c/d} = 0,7206$$

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

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

$$K_p = 6,18\%$$

Costo de Capital: Utilizando la fórmula del costo de capital promedio ponderado (WACC), se obtiene el costo de capital de la compañía. Se utilizan los ratios de la estructura de capital objetivo.

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

$$r_{wacc} = 6,13\%$$

Se observa un costo de capital considerablemente menor al que venía presentando la compañía, en torno al 10% en los últimos años, explicado mayormente por la baja fluctuación que tuvo el valor de su acción relativo al mercado.

4 Análisis Operacional del Negocio e Industria

4.1 Análisis de Crecimiento

Tasas de crecimiento reales de ventas de la compañía

Ventas (UF)

	2010	2011	2012	2013	sep-13	sep-14
En UF	5.631.959	6.385.178	7.476.455	8.473.008	6.228.240	7.077.382
Crecimiento	13,03%	13,37%	17,09%	13,32%		13,63%

Tasas de crecimiento reales de ventas de la industria

Ventas (USD MM)

	2010	2011	2012	2013	sep-13	sep-14
Falabella	8.693,9	10.633,4	12.192,8	13.458,3	9.590,7	9.473
Ripley	2.161,4	2.474,4	2.672,2	2.778,5	1.950,3	1.903,2
Bata India	279,1	333,1	345,3	353,5	265,125	292,8

Crecimiento de Ventas

en %	2011	2012	2013	sep-14
Falabella	22,31%	14,67%	10,38%	-1,23%
Ripley	14,48%	7,99%	3,98%	-2,42%
Bata India	19,35%	3,66%	2,37%	10,44%
Promedio	18,71%	8,77%	5,58%	2,27%

A partir de los antecedentes que proporciona la Cámara Nacional de Comercio se calcula un proxy del crecimiento del mercado del calzado, tomando como base 100 al año 2010 en la Región Metropolitana.

	2010	2011	2012	2013
Calzado	100,0	122,1	152,3	192,4
Crecimiento	-	22,1%	24,5%	26,3%

Perspectivas de crecimiento de la industria.

Revisión de antecedentes nacionales: no hay evidencia de que la industria presente un crecimiento demasiado potente en los próximos años, tras investigar en sitios relacionados al tema.

Revisión de comparables: un antecedente interesante lo presenta Nike³ al señalar que los mercados emergentes, especialmente en Latinoamérica, podrán crecer a tasa anuales reales cercanas al 15% de aquí a los próximos 5 años.

³ Presentación corporativa, Nike Investors Day 2013, llevada a cabo el 9 de octubre de 2013.

Tras sopesar las tasas de crecimiento de Forus, de su industria, datos de la CNC y proyecciones de una empresa con experiencia en el rubro, es razonable estimar una tasa de crecimiento del 13,8% para los próximos años, basado en una ponderación de un 50% para promedio del crecimiento orgánico de Forus, un 30% para el promedio de la industria, y un 10% tanto para la CNC y Nike.

4.2 Análisis de Costos de Operación

Descripción de los costos de operación de la empresa

Costos de Venta

Los costos de venta de Forus S.A. se componen principalmente de la adquisición de los productos que luego se comercializan, además de algunos costos en que deben incurrir de logística y traslado de los mismos, como seguros, gastos e impuestos no recuperables, entre otros. Su evolución en los últimos años ha sido la siguiente:

M UF	2010	2011	2012	2013
Costos	2.479	2.586	3.216	3.563
Crecimiento	-	4,32%	24,36%	10,79%

Gastos de Administración

Tomando el año 2013.

	2013	
	M\$	%
Remuneraciones	24.972.778	36,88%
Arriendos y gastos comunes	14.544.278	21,48%
Depreciaciones, amortizaciones y deterioros	5.321.627	7,86%
Asesorías y servicios profesionales	1.588.917	2,35%
Servicios básicos	1.110.984	1,64%
Gastos computacionales	1.163.551	1,72%
Materiales e insumos	1.358.560	2,01%

Comisión por venta con tarjetas	2.241.194	3,31%
Publicidad	6.516.621	9,62%
Royalty	4.658.357	6,88%
Otros	4.231.600	6,25%
Total	67.708.467	100,00%

Entre los GAV de Forus destacan las remuneraciones y los arriendos, debido al foco de negocios de la empresa de utilizar tiendas propias lo que aumenta estas cuentas. Adicionalmente tiene un gasto importante en royalties, debido a que debe pagar el derecho de uso de varias de sus marcas y distintos acuerdos comerciales.

Detalle de los costos de operación según clasificación desde 2010 a Sept-2013

En UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Costo de Venta	2.479.016	2.586.077	3.215.970	3.563.109	3.157.978
Costo de Distribución	54.678	56.160	68.260	70.346	76.474
GAV (sin Dep&Amort)	1.932.612	2.049.464	2.331.747	2.728.958	2.192.728
Depreciación & Amortización	158.161	206.112	191.065	232.867	302.825

4.3 Análisis de cuentas no operacionales

Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Otros gastos, por función	(21.236)	(4.784)	(10.748)	(16.030)	(7.902)
Otras ganancias (pérdidas)	6.489	(17.053)	(9.248)	(26.572)	1.013
Ingresos financieros	47.200	36.470	68.173	81.138	39.154
Costos financieros	(29.748)	(19.863)	(17.986)	(21.084)	(17.575)

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos	13.197	3.944	7.527	17.103	13.353
Diferencias de cambio	(27.528)	26.093	(44.299)	28.665	88.404
Resultados por unidades de reajuste	(303)	(4.498)	(1.551)	(1.440)	672

Otros gastos por función: los EEFF no presentan mayor explicación sobre esta cuenta, por lo que se desconoce su recurrencia. Se proyectarán al mismo valor del 30 de septiembre de 2014.

Otras ganancias (pérdidas): los EEFF no presentan mayor explicación sobre esta cuenta, por lo que se desconoce su recurrencia. Se proyectarán al mismo valor del 30 de septiembre de 2014.

Ingresos Financieros: dado que Forus S.A. presenta una caja con excedentes, estos son invertidos por terceros (Larraín Vial y Banchile, entre otros) en instrumentos de bajo riesgo a largo plazo, básicamente para mantener el valor de la caja. Se considera una cuenta recurrente que se puede proyectar.

Costos Financieros: la empresa presenta una deuda de largo plazo, por lo que es una cuenta proyectable en el tiempo y acorde al rubro y a la estrategia de la compañía.

Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas: debido a la naturaleza de estas inversiones en sociedades con directores relacionados a la matriz de la compañía, no se puede saber si son a largo o corto plazo, por lo que no son proyectables.

Diferencias de cambio: son utilidades o pérdidas por operaciones y transacciones realizadas en otras monedas, pero para efectos de este estudio no se proyectarán y se considerará un tipo de cambio constante al 30 de septiembre de 2014.

Resultados por unidades de reajuste: son utilidades o pérdidas por operaciones y transacciones realizadas en UF. Esta cuenta no será proyectada debido al uso de valores de peso fijos.

4.4 Análisis de Activos

Se distingue entre activos operacionales y no operacionales, pasando a explicar posteriormente en mayor medida a estos últimos. Se toman los valores al 30 de septiembre de 2014.

ACTIVOS	30-sep-14	%
	UF	del Total
<i>Activos Corrientes</i>		
Efectivo y equivalentes al efectivo (Operacional)	781.607	10,39%
Otros activos financieros corrientes (Operacional)	809.297	10,76%
Otros activos no financieros, corriente	150.647	2,00%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes (Operacional)	1.093.435	14,54%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente (Operacional)	267	0,00%
Inventarios (Operacional)	2.514.222	33,43%
Activos por impuestos corrientes	58.966	0,78%
Activos corrientes totales	5.408.441	71,90%
<i>Activos No Corrientes</i>		
Otros activos financieros no corrientes (Operacional)	2.692	0,04%
Otros activos no financieros no corrientes	91.040	1,21%
Derechos por cobrar no corrientes	7.203	0,10%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación (Operac.)	143.261	1,90%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	177.678	2,36%
Plusvalía	364.563	4,85%
Propiedades, plantas y equipos (Operacional)	1.269.382	16,88%
Activos por impuestos diferidos	57.615	0,77%
Total de activos no corrientes	2.113.434	28,10%
Total de Activos	7.521.875	100,00%

Clasificación de activos operacionales: dentro del giro del negocio tenemos la fabricación, importación y venta de calzado y prendas de vestir, además de las inversiones financieras, de acuerdo a la memoria 2013 de la empresa.

Descripción de activos no operacionales

Otros activos no financieros, corriente: se refiere principalmente a gastos pagados por anticipado, los cuales serán utilizados en el corto plazo.

Activos por impuestos corrientes: en su mayoría nacen de créditos por impuestos, pero se netean con las provisiones de las filiales y de la sociedad.

Otros activos no financieros no corrientes: son principalmente derechos de llave de los activos arrendados.

Derechos por cobrar no corrientes: no está especificada en las notas en los EEEF, pero es muy poco significativa representando solamente el 0,10% de los activos totales.

Activos intangibles distintos de la plusvalía: se refiere a la valorización de marcas comerciales y licencias que se contabilizan en el balance.

Plusvalía: corresponde al valor agregado mayor que se paga en la adquisición de compañías, con respecto al valor justo o contable de éstas. Con IFRS esta cuenta se deteriora y no se deprecia.

Activos por impuestos diferidos: son básicamente diferencias por el timing en la contabilidad financiera y tributaria, atribuibles principalmente a operaciones por leasing, pérdidas acumuladas o utilidades no capitalizadas.

5 Proyección de EERR

5.1 Supuestos utilizados

5.1.1 Ingresos Operacionales

Crecimiento de Ingresos Operacionales Totales

- i) Para el año 2014 se toma la relación septiembre/diciembre del año 2013.
- ii) Para los años 2015 y 2016 se considera un crecimiento real de 15%.
- iii) Para los años 2017 y 2018 se considera un crecimiento real de 13% y 12%, debido a la madurez de este mercado y a fin de realizar una proyección conservadora.

5.1.2 Costos Operacionales

Costo de Venta | Margen Bruto

Como se ha tratado hasta el momento y según lo descrito en los Estados Financieros, los costos de ventas corresponden básicamente a la compra de los productos, y la logística necesaria para dejarlos en condiciones de venta. Por lo tanto son costos variables. La forma de proyección de los costos operacionales fue a través de proyectar el margen bruto utilizando rendimientos históricos de empresas comparables y según el rendimiento de la propia compañía, y luego tomando el promedio entre ambas, definiéndose las siguientes estimaciones en la tabla a continuación:

Margen Bruto <u>Histórico</u> (%)	2010	2011	2012	2013	sep-14
Total	41,40%	40,87%	42,33%	41,39%	42,05%
Comparables	38,78%	41,23%	41,65%	40,72%	40,09%
Forus	44,02%	40,50%	43,01%	42,05%	44,61%

Margen Bruto <u>Proyectado</u> (%)	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Forus	42,05%	42,05%	42,05%	42,05%	42,05%

5.1.3 Costos de distribución

Al no ser una cuenta tan relevante en relación al nivel de ventas, se proyectaron como el porcentaje sobre éstas entre los años 2015 y 2018. Para el año 2014 se proyectó el mismo porcentaje sobre ventas de septiembre 2014.

Costo de Distribución Histórico (en UF)	2010	2011	2012	2013	sep-14	Promedio
Ingresos	5.631.959	6.385.178	7.476.455	8.473.008	7.077.382	7.008.796
Costo de distribución	-54.678	-56.160	-68.260	-70.346	-76.474	-65.183
<i>Costo dist. / Ingresos</i>	<i>0,97%</i>	<i>0,88%</i>	<i>0,91%</i>	<i>0,83%</i>	<i>1,08%</i>	<i>0,93%</i>

Costo de Distribución Proyectado (en UF)	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos	7.785.120	8.952.888	10.295.821	11.634.278	12.914.049
Costo de distribución	-84.121	83.262	95.751	108.199	120.101
<i>Costo dist. / Ingresos</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,93%</i>	<i>0,93%</i>	<i>0,93%</i>	<i>0,93%</i>

5.1.4 Gastos de Administración y Ventas

Se asumen diferentes comportamientos para cada cuenta, proyectándose las más relevantes. La tabla a continuación muestra dichos supuestos:

Remuneraciones: Se asume una tasa de crecimiento real que es un 2,25% menor al crecimiento proyectado de los ingresos. Esta diferencia se obtiene al comparar el crecimiento promedio de las ventas y de las remuneraciones entre 2010 y 2012, de 14,50% y 12,24% respectivamente. Esta diferencia es la que se utilizará como relación para proyectar el crecimiento de las remuneraciones.

Arriendos: Dado que los arriendos se comportan de manera relativamente lineal, se estableció como tasa de crecimiento el promedio de crecimiento registrado a septiembre de 2014. Corresponde a un 7,07% en relación a las ventas totales.

Publicidad: Se asumió una tasa de gastos de publicidad sobre ingresos igual a la observada en septiembre de 2013 de 3,3%, la cual se utilizará para las proyecciones.

Royalty: Se asumió una tasa de Royalty sobre Ingresos de 2,41% que corresponde a lo observado a diciembre de 2013. Si bien durante el 2010 el gasto por royalty fue superior al 3% de los ingresos, en los últimos años ha descendido, ubicándose entre un 2,2% y un 2,6%.

Otros GAV: Para proyectar el resto de los gastos de administración y ventas que tienen una relevancia menor pero que son recurrentes, se tomó cuánto representan sobre el total de GAV. Al año 2013 correspondían a un 17,27%, tasa que se utilizará para proyectar los flujos futuros.

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
GAV - Crec. Remuneraciones	12,89%	12,75%	12,75%	10,75%	8,75%
GAV - Arriendos / Ventas Retail	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%
GAV - Publicidad / Ingresos Totales	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%
GAV - Royalty / Ingresos Totales	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%
GAV - Otros GAV / GAV Totales	17,27%	17,27%	17,27%	17,27%	17,27%

5.1.5 Depreciación y Amortización

Se decide considerar un CAPEX proyectado adicional a la depreciación de los activos actuales, a fin de tener un plan más realista para los Estados de Resultados futuros de la compañía. Para ello se tomó como base la depreciación del año 2013, a modo de determinar los periodos de vida promedio para las cuentas de Activo Fijo:

Movimientos año 2013	Construcciones	Terrenos	Edificios	Planta y equipos	Equipamientos de TI	Instalaciones fijas y accesorios	Vehículos de motor	Mejoras de bienes arrendados	Otros
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Saldo al 01.01.2013	37.502	4.538.113	7.650.440	-	491.312	647.984	30.343	11.581.993	491.439
Adiciones	116.019	-	0	-	381.740	318.944	21.978	7.784.976	276.951
Retiros	-	-	-	-	-38.630	-	-	-211.320	-1.683
Gastos por depreciación	-	-	-313.485	-	-270.419	-345.769	-17.876	-3.687.275	-
Pérdida por deterioro	-	-	-	-	-	-	-	-2042	-
Otros incrementos (decrementos) por cambios de moneda extranjera	-	-1.884	40	-	23001	-828	-82	-23.556	-608
Otros incrementos (decrementos)	-37.502	-	-	-	201	-107.695	-	-99.294	244.487
Cambios totales	78.517	-1.884	-313.445	-	95.893	-135.348	3.920	3.761.489	216.536
Saldos al 31.12.2013	116.019	4.536.229	7.336.995	-	587.205	512.636	34.263	15.343.482	617.975

Años de depreciación:			24,40		1,82	1,87	1,70	3,14	1,62
----------------------------------	--	--	-------	--	------	------	------	------	------

Con esta información se proyecta la depreciación para los años venideros, obteniéndose los siguientes cálculos:

Cifras en UF	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Activo Bruto Actual	2.349.854,2	2.324.384,5	2.324.384,5	2.324.384,5	2.324.384,5	2.324.384,5
Depreciación Acumulada	-860.313,8	-1.064.813,0	-1.410.385,9	-1.749.333,0	-2.021.821,4	-2.073.065,9
<i>Gasto por depreciación Activo actual</i>	-216.166,9	-345.573,0	-338.947,1	-272.488,3	-51.244,6	-13.576,1
Activo Fijo Neto Actual	1.273.373,4	913.998,6	575.051,5	302.563,1	251.318,5	237.742,5
CAPEX Tiendas			227.361,0	227.361,0	227.361,0	227.361,0
<i>Gasto por depreciación Capex Tiendas</i>				-72.383,3	-144.766,5	-217.149,8

CAPEX TI			16.532,0	16.532,0	16.532,0	16.532,0
<i>Gasto por depreciación Capex TI</i>				-9.099,2	-16.532,0	-16.532,0

<i>Gasto Total por Depreciación</i>	-216.166,9	-345.573,0	-338.947,1	-353.970,8	-212.543,1	-247.257,8
--------------------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

5.1.6 Ingresos Financieros

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

El cuadro a continuación presenta los antecedentes considerados:

Cifras en M UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Efectivo y Equivalentes	351,3	917,4	647,4	366,8	781,6
Otros Activos Financieros corrientes	1.307	826	1.127	1.474	809
Inv. contabilizadas utilizando el método de la participación	59	50	80	136	143

Saldo Promedio Total		1.701	1.759	1.808	1.856
Ingresos Financieros		36,47	68,17	81,14	39,15
<i>Tasa de Interés promedio</i>		2,14%	3,88%	4,49%	2,11%

Cifras en M UF	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Efectivo y Equivalentes	782	782	782	782	782
Otros Activos Financieros corrientes	2.299	2.643	3.040	3.496	4.020
Inv. contabilizadas utilizando el método de la participación	143	143	143	143	143
Saldo Promedio Total	2.600	3.396	3.767	4.193	4.683
Ingresos Financieros	36,56	107	119	132	148
<i>Tasa de Interés promedio</i>	1,41%	3,15%	3,15%	3,15%	3,15%

5.1.7 Gastos Financieros

Deuda de corto plazo: se compone básicamente de boletas de garantía y cartas a crédito. Posee una tasa promedio de 5,81% real a finales del año 2013, calculada mediante el descuento a los gastos financieros de los intereses de obligaciones de largo. El saldo promedio de deuda de corto plazo para septiembre de 2014 es UF 151.600, que se considerará constante para el periodo 2015 – 2018.

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

5.2 Proyección del Estado de Resultados

En UF	2010	2011	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos de actividades ordinarias	5.631.959	6.385.178	7.476.455	8.473.008	9.642.283	10.972.918	12.487.180	14.210.411	16.171.448
Costo de ventas	- 2.479.016	-2.586.077	-3.215.970	-3.563.109	-5.587.703	-6.358.806	-7.236.321	-8.234.933	-9.371.354
Ganancia bruta	3.152.943	3.799.101	4.260.485	4.909.899	4.054.580	4.614.112	5.250.859	5.975.478	6.800.094
Otros ingresos, por función	63.147	67.829	28.902	89.700	89.700	89.700	89.700	89.700	89.700
Costos de distribución	-54.678	-56.160	-68.260	-70.346	-89.673	-102.048	-116.131	-132.157	-150.394
Gasto de administración sin dep y amort.	- 1.932.612	-2.049.464	-2.331.747	-2.962.825	-2.876.931	-3.259.380	-3.692.749	-4.148.554	-4.622.410
Depreciación y Amortización	-158.161	-206.112	-191.065	-216.167	-345.573	-338.947	-353.971	-212.543	-247.258
Otros gastos, por función	-15.757	-4.784	-10.748	-16.030	-16.030	-16.030	-16.030	-16.030	-16.030
Otras ganancias (pérdidas)	5.969	-17.053	-9.248	-26.572	-26.572	-26.572	-26.572	-26.572	-26.572
Ingresos financieros	47.200	36.470	68.173	81.138	36.563	101.807	112.702	125.230	139.638
Costos financieros	-29.748	-19.863	-17.986	-21.084	-20.692	-20.444	-20.179	-19.895	-19.895
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos ...	13.197	3.944	7.527	17.103	0	0	0	0	0
Diferencias de cambio	-27.528	26.093	-44.299	28.665	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	-303	-4.498	-1.551	-1.440	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuesto	1.063.668	1.575.503	1.690.183	1.812.042	805.372	1.042.199	1.227.631	1.634.659	1.946.874
Gasto por impuestos a las ganancias	-159.778	-300.522	-316.951	-362.408	-161.074	-208.440	-245.526	-326.932	-389.375
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	903.890	1.274.981	1.373.231	1.449.634	644.298	833.759	982.104	1.307.727	1.557.499

6 Proyección de Flujo de Caja Libre

6.1 CAPEX

Según información institucional de la empresa la inversión en CAPEX se ve destinada básicamente a la apertura de tiendas por montos cercanos a los \$130 MM de pesos, pese a no señalar cuánto se destina a reposición y equipamiento.

Los EEFF de la compañía muestran que por lo general la inversión en tiendas es el doble de la depreciación del ejercicio, llevando como supuesto que será un 70% en ampliación de tiendas y un 30% en reposición.

Adicionalmente, la empresa debiese tener una apertura promedio de 30 tiendas anuales para mantener un adecuado nivel de ventas por cada una.

	2010	2011	2012
N° Tiendas	200	217	337
Ventas / Tienda (UF)	20.725,9	23.318,5	17.323,7

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
N° Tiendas	373	403	433	463	493
Nuevas Tiendas – Organica (neto)	30	30	30	30	30
Venta Retail / Tienda (UF)	17.093,0	18.103,8	19.284,3	20.463,8	21.617,8

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

Cifras en UF	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
CAPEX Tiendas – Ampliación	152.060	152.060	152.060	152.060	152.060
CAPEX Tiendas – Reposición	88.205	88.205	88.205	88.205	88.205
CAPEX Total	240.265	240.265	240.265	240.265	240.265

6.2 Inversión en Capital de Trabajo

6.2.1 Análisis de Cuentas por Cobrar

Se hizo una revisión histórica de la permanencia de las cuentas por cobrar, contrastado con las ventas totales. Se aprecia un promedio de 41 días aproximadamente.

Como criterio de proyección se asumieron las últimas cifras observadas (sep-14)

Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Ventas Totales	5.631.959	6.385.178	7.476.455	8.473.008	7.077.382
Cuentas por Cobrar Totales	710.637	729.794	835.384	957.469	1.093.435
Periodo (días)		365	365	365	270
<i>Permanencia Total</i>		<i>41,7</i>	<i>40,8</i>	<i>41,2</i>	<i>41,7</i>

Cifras en UF	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ventas Totales	9.642.283	10.972.918	12.487.180	14.210.411	16.171.448
Cuentas por Cobrar Totales	1.101.974	1.254.046	1.427.104	1.624.045	1.848.163
Periodo (días)	365	365	365	365	365

6.2.2 Análisis de Cuentas por Pagar

Para las cuentas por pagar se observa históricamente un plazo de pago cercano a 51 días, el que ha bajado considerablemente en 2012 y septiembre de 2014.

Como criterio de proyección se asumió la permanencia observada a septiembre 2014.

Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Costo de Ventas	2.479.016	2.586.077	3.215.970	3.563.109	3.156.978
Inventario Inicial		1.167.764	1.564.737	1.722.176	2.005.707
Inventario Final	1.213.400	1.603.110	1.723.075	2.121.151	2.514.222
Cuentas por Pagar	342.624	429.085	411.599	559.415	499.506
Periodo		365	365	365	270
<i>Permanencia CxP</i>		<i>51,84</i>	<i>44,52</i>	<i>51,54</i>	36,79

Cifras en UF	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Costo de Ventas	5.587.703	6.358.806	7.236.321	8.234.933	9.371.354
Inventario Inicial	2.005.707	3.291.821	3.746.092	4.263.053	4.851.354
Inventario Final	3.291.821	3.746.092	4.263.053	4.851.354	5.520.841
Cuentas por Pagar	894.892	686.787	781.564	889.420	1.012.160

6.2.3 Análisis de Inventarios

Históricamente la compañía ha presentado un inventario cercado a los 210 días, aunque esto cambió en el año 2011 cuando se acercó a los 226 días. Sin embargo dado el rubro del negocio es natural que exista estacionalidad, viéndose afectado el nivel de inventario de acuerdo a la época del año.

Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Costo de Ventas	2.479.016	2.586.077	3.215.970	3.563.109	3.156.978
Inventario Final	1.213.400	1.603.110	1.723.075	2.121.151	2.514.222
Periodo		365	365	365	270
Permanencia Inventarios		226,26	195,56	217,29	215,03

Cifras en UF	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Costo de Ventas	5.587.703	6.358.806	7.236.321	8.234.933	9.371.354
Inventario Final	3.291.821	3.746.092	4.263.053	4.851.354	5.520.841
Periodo	365	365	365	365	365
Permanencia Inventarios	215,03	215,03	215,03	215,03	215,03

6.3 Inversión en Capital de Trabajo

La inversión de capital de trabajo se mide como la diferencia en el capital de trabajo entre un período y otro. Si la diferencia es positiva es que hubo inversión, en tanto que si es negativa, implica lo contrario. Para la proyección de Flujo de Caja se considera la inversión de capital de trabajo en un año dado, como la proyección de capital de trabajo a final de dicho año menos la proyección de capital de trabajo del año inmediatamente anterior.

Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14
Cuentas por Cobrar	710.637	729.794	835.384	957.469	1.093.435
Inventario	1.213.400	1.603.110	1.723.075	2.121.151	2.514.222
Cuentas por Pagar	342.624	429.085	411.599	559.415	499.506
KT	1.581.413	1.903.819	2.146.859	2.519.206	3.108.151
Variación en KT	0	381.883	288.611	373.466	726.054

Cifras en UF	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Cuentas por Cobrar	1.101.974	1.254.046	1.427.104	1.624.045	1.848.163
Inventario	3.291.821	3.746.092	4.263.053	4.851.354	5.520.841
Cuentas por Pagar	894.892	686.787	781.564	889.420	1.012.160
KT	3.498.903	4.313.351	4.908.593	5.585.979	6.356.844
Variación KT	979.697	814.448	595.242	677.386	770.865

6.4 Déficit o superávit de KT

Para ello se mide la diferencia entre el capital de trabajo de septiembre 2014 y el proyectado para diciembre 2014. Del cuadro anterior se observa que la diferencia es de UF 253.643 ya que en el último trimestre existen inversiones.

6.5 Activos Prescindibles

Se definen como activos prescindibles aquellos que no son necesarios para las operaciones de la empresa pero que sí poseen un valor de mercado al cual podrían ser vendidos. No obstante la generación de flujo de caja operativo no se ve afectada por éstos.

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

Activos Prescindibles	30-sep-13
	UF
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	267
Activos por impuestos corrientes	58.966
Activos por impuestos diferidos	57.615
Total de Activos Prescindibles	116.849

6.6 Deuda Financiera de la Compañía

De acuerdo con lo informado en los Estados Financieros al 30 de septiembre de 2014, la compañía tiene la siguiente situación de deuda financiera:

Deuda Financiera (UF)	30-09-2014
Deuda con bancos	133.616
Deuda con bonos	0
Otras deudas financieras	0
Total	133.616

6.7 Flujo de Caja Libre Proyectado

Flujo de Caja Proyectado (Cifras en UF)	2010	2011	2012	2013	sep-14	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Cifras en UF	2010	2011	2012	2013	sep-14	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Utilidad	850.935	1.260.402	1.352.146	1.459.131	1.459.131	656.618	845.843	995.531	1.315.646	1.315.646
Depreciación & Amortización	158.161	206.112	191.065	204.295	204.295	330.173	323.843	337.187	202.645	
Diferencias de cambio	27.528	-26.093	44.299	-28.665	-28.665	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reaj.	303	4.498	1.551	1.440	1.440	0	0	0	0	
Costos Financieros ajustados	24.393	16.288	14.389	16.867	16.867	16.554	16.355	16.143	15.916	
Otros gastos, por función	15.757	4.784	10.748	16.030	16.030	16.030	16.030	16.030	16.030	
Otras ganancias (pérdidas)	-5.969	17.053	9.248	26.572	26.572	26.572	26.572	26.572	26.572	
Flujo de Caja Bruto	1.071.109	1.483.044	1.646.544	1.695.669	1.737.552	1.045.946	1.228.643	1.391.464	1.576.808	1.576.808
Inversiones Reposición						-88.205	-88.205	-88.205	-88.205	-88.205
Inversiones de Ampliación					-152.060	-152.060	-152.060	-152.060	0	
Inversiones en Capital de Trabajo					-979.697	-814.448	-595.242	-677.386	0	
Flujo de Caja Neto				1.695.669	605.795	-8.767	393.135	473.813	1.488.603	1.488.603
Valor Presente - Dic 2014					-1.089.874	-8.261	349.032	396.362	1.173.346	
Valor Presente - Perpetuidad									19.141.049	
Valor Presente Total - Dic'13	19.961.655									
Valor Presente Total - Sep'13	19.666.950									
Costo Capital						6,13%				
UF Sep-14					24168,02					
Perpetuidad								24.283.898		

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

Valoración Económica

(Cifras en UF)

Valor Presente Total - Dic'13	19.961.655
Valor Presente Total - Sep'13	19.666.950
Excedente (Déficit) KT sep - dic '13	-390.751
Activos Prescindibles (incl. Caja)	1.851.013
Activos Totales	21.127.211
Deuda Financiera	133.616
Patrimonio Económico	20.993.595
Numero Acciones	258.469.000
Precio Acción (en \$)	1963

8 Conclusiones

Este trabajo tuvo como objetivo valorizar económicamente a la empresa Forus S.A., empresa líder en el rubro del retail la cual se especializa en calzado y artículos de vestir, de prestigiosas marcas.

Como resultado del ejercicio de valoración se obtiene un precio de la acción de \$1.963 al 30 de septiembre de 2014. Comparado con el precio de cierre en la misma fecha el cual asciende a \$2.528 se observa un *downside* potencial de un 22,35%.

La empresa presenta una liquidez importante, manteniendo altos niveles de caja claramente superiores a sus pasivos financieros los cuales son prácticamente nulos. La razón que se observa para esto es estar preparado para enfrentar ciclos negativos de la economía y para aprovechar oportunidades de crecimiento a través de diferentes inversiones.

En términos futuros se espera que la compañía pueda crecer tal como ha sido la tónica hasta el momento, sumado a que la industria presenta expectativas positivas también. Adicionalmente posee un importante margen operacional sustentado por su altísimo nivel de ventas. No obstante el nivel de déficit en capital de trabajo puede volverse crítico a futuro si no se maneja de buena manera.

Finalmente vale decir que la tasa de descuento utilizada en este estudio fue notoriamente menor a la que presentaba la compañía en años anteriores, pasando desde cerca de un 10% a un 6,13%. Pese a esta reducción del costo de capital sigue presentando un *downside*, hecho que podría tomarse como un indicador de que la empresa se encuentra mal valorada por el mercado en términos de precio de la acción.

9 Anexos

Anexo 1 – Bibliografía

- Presentaciones Corporativas de la compañía (2012, 2013, 2014)
- Estados Financieros y Memorias corporativas años 2009-2013
- Evolución del Mercado del Calzado 2005 – 2011, Cámara Nacional de Comercio
- Índice Real de Ventas Comercio Minorista Noviembre 2013, Cámara Nacional de Comercio
- NIKE Investor Day Octubre 2013, Nike

Anexo 2 – Portafolio de marcas administradas por la compañía



Anexo 3. - Resultados de regresiones para cálculo del Beta de la acción

Al 30 de Septiembre de 2014

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,294719923
Coefficiente de determinación R ²	0,086859833
R ² ajustado	0,077907478
Error típico	0,03599178
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,012568642	0,012568642	9,702456711	0,002389488
Residuos	102	0,132131637	0,001295408		
Total	103	0,144700279			

Al 30 de Septiembre de 2013

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,480027115
Coefficiente de determinación R ²	0,230426032
R ² ajustado	0,222881189
Error típico	0,035693928
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,038910788	0,038910788	30,54086571	0,0000002518
Residuos	102	0,129953763	0,001274056		
Total	103	0,168864551			

Al 30 de Septiembre de 2012

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,593476978
Coefficiente de determinación R ²	0,352214924
R ² ajustado	0,345925748
Error típico	0,034857688
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,068047347	0,068047347	56,0033543	0,000000000025
Residuos	103	0,125151017	0,001215058		
Total	104	0,193198364			

Al 30 de Septiembre de 2011

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,582275769
Coefficiente de determinación R ²	0,339045071
R ² ajustado	0,332628033
Error típico	0,036101561
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico F</i>
Regresión	1	0,06886123	0,06886123	52,83513406	0,000000000073
Residuos	103	0,13424224	0,001303323		
Total	104	0,20310347			

Al 30 de Septiembre de 2010

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,533270092
Coefficiente de determinación R ²	0,284376991
R ² ajustado	0,276336283
Error típico	0,035792292
Observaciones	91

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,045308447	0,045308447	35,36715829	0,0000000526
Residuos	89	0,114016844	0,001281088		
Total	90	0,159325291			
