



## **VALORACIÓN MARINA DEL SOL S.A.**

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

**Alumno: Andrés Ignacio Brito González  
Profesor: Mauricio Alejandro Jara Bertín**

**Santiago, Marzo 2019**

## Índice

1. Resumen Ejecutivo.....	4
2. Metodología.....	5
3. Descripción de la Empresa e Industria.....	9
3.1 Empresa.....	9
3.2 Estructura de Propiedad.....	10
3.2.1 Organigrama de la propiedad.....	10
3.2.2 Propiedad y control de la entidad.....	10
3.2.3 Administración.....	10
3.2.4 Principales Accionistas.....	11
3.3 Industria.....	12
3.4 Marco Regulador.....	17
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	17
4.1 Determinación de la Deuda de la Empresa.....	17
4.3 Estructura de Capital.....	18
5. Estimación del Beta de la Acción.....	19
6. Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	21
7. Análisis de Cuentas de la compañía.....	22
7.1 Ingresos Operacionales.....	22
7.2 Costos Operacionales.....	23
7.3 Cuentas No Operacionales.....	26
8. Proyección de Estados de Resultado.....	27
8.1 Proyección de Ingresos.....	27
8.2 Proyección de Costos Operacionales.....	30
8.3 Proyección del Resultado No Operacional.....	31
8.4 Proyección de la Ganancia (Utilidad).....	32
9. Estimación del Flujo de Caja Libre.....	33
9.1 Flujo de Caja Bruto.....	33
9.2 Inversión en Reposición.....	33
9.3 Nuevas Inversiones en Activos Fijos (CAPEX).....	34
9.4 Capital de Trabajo.....	35
9.5 Flujo de Caja Libre Proyectado.....	36
10. Estimación del Precio de la Acción.....	37

10.1 Déficit en Capital de Trabajo.....	37
10.2 Precio de la Acción.....	37
11. Conclusiones.....	38
Bibliografía.....	39

## **1. Resumen Ejecutivo**

El presente informe tiene como objetivo realizar una valoración de empresa a través del método de flujo de caja descontado, con el fin de encontrar un precio para la acción de Marina del Sol S.A. a la fecha 31 de diciembre del 2016.

Marina del Sol S.A. es un casino de juegos ubicado en la ciudad de Talcahuano cuyo giro corresponde al anteriormente mencionado además de la explotación de servicios anexos tales como bar, restaurante y salón de eventos, entre otros. Es parte de un grupo de casinos controlados por el grupo Clairvest y el grupo Valmar. Además, es el casino con la tercera participación de mercado más grande en el país (12,5%), siendo solo superado por Sun Monticello y Casino Rinconada.

La industria de los casinos de juegos y la entretención están vinculadas al crecimiento del país y por ende correlaciona bastante bien con el producto interno bruto (PIB). Esto indica que los movimientos en el crecimiento de la industria se verán afectados por los ciclos económicos, además de la implementación de diferentes normas y leyes que puedan afectar la actividad de los casinos.

Para efectos de esta valoración económica se utilizó información pública extraída de las memorias anuales de la empresa y de sus estados financieros, como también se extrajeron datos de la plataforma Thomson Reuters y de la Superintendencia de Casinos y Juegos (SCJ), el cual es el organismo regulador en esta materia y que por norma obliga a las compañías en dicha industria a emitir información y estadísticas sobre la contabilidad y conformación del negocio. Se utilizó información histórica de la compañía desde el año 2012 hasta el 2016 con el fin de realizar las proyecciones de los estados de resultados y de flujo de caja libre.

El informe se divide principalmente en cuatro secciones. En primer lugar, se expondrá a descripción de la industria y de la empresa determinando cómo se financia y cuál es su estructura de capital objetivo. Luego se determinará la tasa de costo de Capital, a través de ciertos supuestos y de la información que brinda la compañía. Con lo anterior se procede a proyectar los Estados de Resultados de la compañía, a partir de principios de 2017 hasta el año 2021. Finalmente, se determina el flujo de caja libre con lo cual se calcula el valor terminal de la empresa, el valor del patrimonio y el precio de la acción.

Como resultado del modelo de valoración se logró obtener un valor para el patrimonio del Grupo de UF 1.946.264, con un precio objetivo por acción de UF 0,00037, equivalentes a CLP\$9,7.

## 2. Metodología

Para efectos de esta tesis se utilizó el método de Flujos de Caja Descontado (FCD), el cual consiste en determinar el valor de la empresa a través del cálculo del valor presente de los flujos de caja libre proyectados de la compañía, descontados a la tasa de costo de capital asociado. Para determinar dicha tasa de descuento se usa el costo promedio ponderado del capital (WACC), la cual incorpora la información y riesgos históricos de la compañía. Este método es ampliamente aceptado debido a que considera diversos aspectos del emisor que se está evaluando, como el crecimiento (o disminución) de las utilidades, sus inversiones para el crecimiento y supuestos únicos que deben considerarse dependiendo de la industria en la cual se desenvuelve la empresa, entre otros.

La construcción del Flujo de Caja Libre, a partir de Estado de Resultados en IFRS la siguiente:

- + Ingresos de actividades ordinarias
- Costo de venta
- = Ganancia Bruta
- Costo de distribución
- Gasto de administración
- + Otros ingresos, por función
- Otros gastos, por función
- + Otras ganancias (pérdidas)
- + Ingresos financieros
- Costos financieros
- + Participación en las ganancias o pérdidas de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación.
- +/- Diferencias de cambio
- +/- Resultados por unidades de reajuste

---

= **Ganancia (o pérdida) antes de impuesto**

- Gasto por impuesto a las ganancias

---

= **Ganancia (Pérdida)**

---

Ajustes:

- + Depreciación de activo fijo
- + Amortización de activos intangibles
- Otros ingresos, por función (después de impuestos)
- + Otros gastos, por función (después de impuestos)

- Otras ganancias (perdidas) (después de impuestos)
- Ingresos financieros (después de impuestos)
- + Costos financieros (después de impuestos)
- Participación en las ganancias o pérdidas de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación (después de impuestos) (\*)
- /+ Diferencias de cambio
- /+ Resultados por unidades de reajuste

---

**= Flujo de Caja Bruto**

- Inversión en Reposición
- Inversión en capital físico
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo

---

**= Flujo de Caja Libre**

---

*(\*) Si y solo si, el flujo de estas empresas no es recurrente*

Los flujos proyectados consideran un periodo tiempo de cinco años, comenzando el 2017 y finalizando el 2021. Además de esto, y bajo ciertos supuestos, se realiza una perpetuidad que va más allá del horizonte de tiempo utilizado para la proyección. La perpetuidad también es traída a valor presente utilizando la tasa de descuento relevante (WACC), con la salvedad que este valor presente es al año 2021 y es llamado Valor Terminal (VT). Luego el VT junto a los flujos proyectados son descontados al periodo inicial con lo cual se tiene el valor actual de la empresa (o valor actual de los activos operacionales). Es por esto que el FCD es altamente sensible a la tasa de descuento, además de estar altamente influenciado por el Valor Terminal. En la medida que se proyecten más años la ponderación que tendrá del Valor Terminal sobre el valor de la empresa será menor. Lo que generalmente se busca es justamente proyectar una cantidad de periodos mayores de flujos de caja libre para que estos tengan un mayor peso en el valor de la empresa y no dejar que la perpetuidad influyera en proporciones exageradas este valor. Es consecuencia de lo anterior, por lo tanto, que las proyecciones de flujos, la elección del múltiplo para valorizar el patrimonio, la tasa de crecimiento perpetuo y la tasa de descuento pertinente (WACC), así como el resto de los supuestos utilizados, tienen un rol fundamental a la hora de determinar el valor de la compañía.

$$VA = \frac{\sum_{t=1}^T FCL_t}{(1 + k_0)^t} + \frac{VT}{(1 + k_0)^T}$$

Donde,

*VA = Valor Actual de la Firma*

$FCL_t =$  Flujo de Caja Libre de la Firma en el periodo  $t$

$k_0 =$  Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

$VT =$  Valor terminal de la empresa en el periodo  $T$

Como ya se ha mencionado anteriormente, la determinación de la tasa de descuento relevante que se utiliza para llevar los flujos futuros a valor presente en el FCD se realiza a través del cálculo del costo de capital. Esta tasa se calcula frecuentemente como el promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas ( $k_p$ ), la cual también se conoce como costo patrimonial. Por esto es que, al cálculo del costo de capital, a través de este método, se le denomina costo de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en inglés). Para el cálculo del WACC debe tenerse presente que la compañía debe tener una estructura de capital objetivo la cual es utilizada en el cálculo, ponderándose con la tasa  $k_p$  y  $k_d$  para obtener la tasa final. La fórmula además contempla impuestos corporativos ( $tc$ ) asociado a los intereses del pago de la deuda, por lo que no se incorpora en los flujos de caja proyectado de la empresa. La expresión correspondiente al Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) es la siguiente:

$$k_0 = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_d * \left(\frac{B}{V}\right) * (1 - tc)$$

Donde,

$k_0 =$  Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

$k_p =$  Tasa de Costo Patrimonial

$k_d =$  Tasa de Costo de la Deuda

$P =$  Patrimonio económico de la firma

$V =$  Activos de la firma

$B =$  Deuda de mercado de la firma

$tc =$  Impuestos corporativos en %

Una vez que los flujos proyectados y la perpetuidad son traídos a valor presente, al valor terminal de la compañía se le adicionan los activos prescindibles (activos cuyo uso no son requeridos para el giro de la compañía) y se ajusta el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa tiene en el periodo

inicial de la valoración. Por último, se resta la deuda financiera del periodo inicial con el fin de obtener el patrimonio económico de la compañía. Ya con este resultado y teniendo en conocimiento del número de acciones que la empresa tiene circulado, se realiza la división del patrimonio económico sobre el total de acciones y se obtiene el precio de la acción actual.

Cabe destacar que, para este caso en particular, Marina del Sol S.A. no cuenta con deuda financiera, lo que quiere decir que es financiada solo con patrimonio. Por ende, al descontar los flujos proyectados se utiliza una tasa de costo de capital que no considera deuda. Esta tasa será idéntica al costo patrimonial o la rentabilidad exigida por los accionistas. Finalmente, al realizar los ajustes ya mencionados, una vez los flujos ya fueron descontados, se obtendrá el patrimonio económico el cual será el mismo que el valor de los activos totales.



### **3. Descripción de la Empresa e Industria**

#### **3.1 Empresa**

	<i>Ficha de la Empresa</i>
Razón Social	Marina del Sol S.A.
Rut	99599350 - 3
Industria	Casinos and Gaming

Marina del Sol S.A., es una sociedad anónima cerrada, constituida el 23 de junio de 2005 y ubicada en la ciudad de Talcahuano, que tiene como objetivo la explotación de un casino de juegos, además de los servicios anexos propios de este rubro, como bar y restaurante, salas de eventos y discoteque. Conforme a las disposiciones legales la empresa actuará solo como operador de casino de juegos, por lo cual sus inversiones en activos fijos se orientan a los necesarios para desarrollar dicha actividad, además de capacitar al personal necesario para el desarrollo del negocio. Las inversiones inmobiliarias del proyecto integral son abordadas por la coligada Inmobiliaria Marina del Sol S.A. Asimismo, Inversiones Marina del Sol S.A., matriz de Marina del Sol S.A., es la encargada de proveer el financiamiento para la adquisición de toda clase de activos que no sean proveídas por la primera.

A comienzos del año 2008 el Grupo Valmar concretó la participación del nuevo socio estratégico Clairvest Chile Ltda., lo que significó la llegada de nuevos recursos financieros y la materialización del financiamiento bancario que recibió la empresa matriz, Inversiones Marina del Sol S.A.

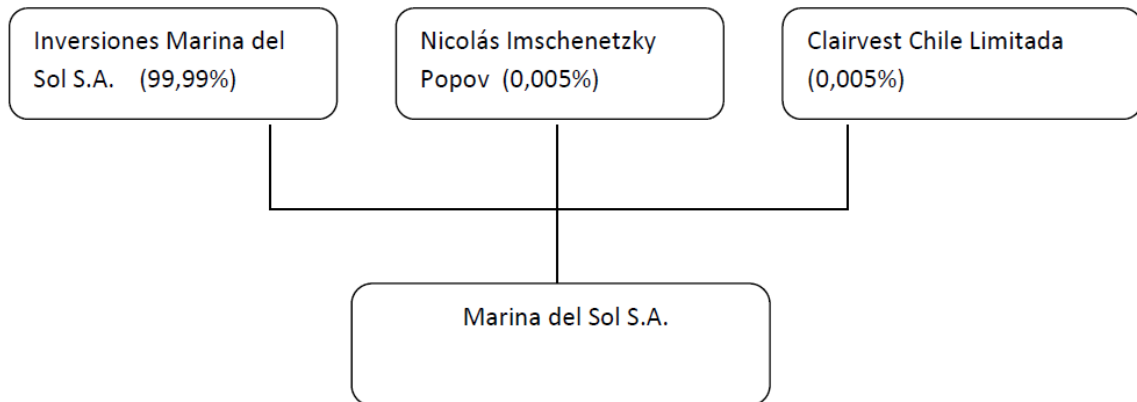
La compañía comenzó sus operaciones como Casino de Juego y Restaurante el día 13 de noviembre de 2008, dentro de los plazos estipulados por la Superintendencia de Casinos y Juegos (SCJ). Ese día recibió el certificado que le autorizó para dar inicio a la operación del casino de juegos y de los servicios anexos, con una vigencia de 15 años, hasta el 13 de noviembre de 2023.

Desde el año 2011, la Compañía está obligada a presentar sus estados financieros de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera, NIIF (IFRS en inglés) a la Superintendencia de Valores y Seguros y a la Superintendencia de Casinos de Juego.

Marina del Sol S.A. es el tercer casino con mayor participación del mercado, lo cual corresponde a un 12,5% del total de casinos ubicados en el territorio local. Durante el año 2016, se recibieron un total de 815.856 clientes, lo que arroja un promedio diario de 2.235 personas, representando un aumento del 0,18% respecto al año pasado. El gasto promedio por visitante fue \$47.423, siendo 9,4% superior al 2015.

## 3.2 Estructura de Propiedad

### 3.2.1 Organigrama de la propiedad



### 3.2.2 Propiedad y Control de la entidad

El control de la sociedad corresponde a la sociedad Inversiones Marina del Sol S.A., sociedad anónima cerrada en la cual participan los socios Clairvest Chile Limitada (50%), Inversiones Lomas de San Andrés Limitada (46.2%) e Inversiones Valmar Limitada (3.8%).

El control de Clairvest Chile Limitada es ejercido por Windsor Development Corporation (Chile) S.A. con un 99%

El control de Inversiones Lomas de San Andrés Limitada es ejercido por el Sr. Nicolás Imschenetzky Popov, con un 99%.

### 3.2.3 ADMINISTRACION

La sociedad es administrada por un Directorio compuesto por los siguientes miembros:

**Presidente** Nicolás Imschenetzky Ebensperger

**Vicepresidente** Michael Adam Wagman

**Director titular** Mario Rojas Sepúlveda

**Director titular** Nicolás Imschenetzky Popov

**Director titular** Aly Khan Champsí 6 Marina del Sol Talcahuano 2016

**Director titular** Benjamin Jeffrey Parr

**Director suplente** Michael Grasty Cousiño

**Director suplente** Eduardo Rojas Sepulveda

**Director suplente** Ricardo Torres Aravena

**Director suplente** Fernando Moraga Bravo

**Director suplente** Joseph John Heffernan

**Director suplente** Kenneth Brice Rotman

**Gerente General** Juan Ignacio Ugarte Jordana

### 3.2.4 Principales Accionistas

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
INVERSIONES MARINA DEL SOL S.A.	5.280.830.420	5.280.830.420	99,99%
CLAIRVEST CHILE LTDA.	261.954	261.954	0%
MSCHENETZKY POPOV NICOLAS	261.954	261.954	0,01%

*Tabla 1: Principales Accionistas*

### 3.3 Industria

La industria de los casinos se compone de 19 casinos autorizados por la Superintendencia de Casinos y Juegos distribuidos en 12 regiones a lo largo del país. Dichas regiones cuentan con al menos uno y pueden contar con un máximo de tres casinos, a una distancia de al menos 70 kilómetros viales entre éstos, límite de distancia que también considera a los 7 casinos con concesiones municipales ya existentes.

La distribución de los casinos de la industria que operaron durante el año 2016, por región y comuna, así como el grupo controlador, se presenta en la siguiente tabla:

Región	Casino	Comuna	Grupo Controlador
Región de Antofagasta	Marina del Sol Calama	Calama	Latin Gaming - Clairvest
	Enjoy Antofagasta	Antofagasta	Enjoy - I.Simunovic
Región de Atacama	Antay Casino & Hotel	Copiapó	Egasa
Región de Coquimbo	Ovalle Casino Resort	Ovalle	Ovalle Casino Resort
Región de Valparaíso	Casino de Juegos del Pacífico	San Antonio	Latin Gaming
	Casino Rinconada	Rinconada	Enjoy - Salguero
Región de O'Higgins	Sun Monticello	Mostazal	Sun International
	Casino Colchagua	Santa Cruz	Cardoen - Enjoy
Región del Maule	Gran Casino de Talca	Talca	Corporación Meier - D.Lee
Región del Biobío <sup>1</sup>	Marina del Sol Talcahuano	Talcahuano	Valmar - Clairvest
	Casino Gran Los Ángeles	Los Ángeles	Latin Gaming
Región de la Araucanía	Dreams Temuco	Temuco	Fischer - Citigroup
Región de los Ríos	Dreams Valdivia	Valdivia	Fischer - Citigroup
Región de los Lagos	Marina del Sol Osorno	Osorno	Latin Gaming - Clairvest
	Enjoy Chiloé	Castro	Enjoy
Región de Aysén	Dreams Coyhaique	Coyhaique	Fischer - Citigroup
Región de Magallanes	Dreams Punta Arenas	Punta Arenas	Fischer - Citigroup
<b>Total casinos en operación 2016: 17</b>			

Tabla 2: Casinos en Operación por Región y Comuna Año 2016

A continuación, se presenta un gráfico con la distribución geográfica nacional de los 17 casinos en funcionamiento desarrollados al amparo de la Ley N°19.995. Cabe señalar que la mayoría de los casinos de juego se ubican en centros urbanos. Sin embargo, Casino Rinconada y Sun Monticello se localizan en áreas rurales de carácter turístico o con potencial turístico.

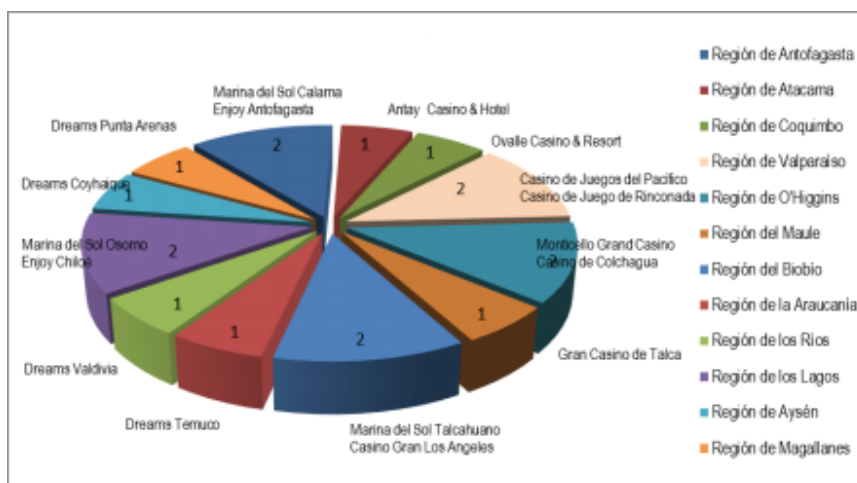


Gráfico 1: Casinos en Operación por Región Año 2016

Considerando las 5 categorías de juego establecidas por ley, las cuales son ruleta, mesas de cartas, dados, máquinas de azar y bingo, los 17 casinos en operación, al 31 de diciembre de 2016, presentaron una oferta total de 10.475 máquinas de azar, 134 mesas de ruleta, 321 mesas de cartas, 23 mesas de dados y 1.827 posiciones de bingo.

Durante el año 2016, se observó un aumento del parque de juego respecto al año anterior. El número de máquinas de azar aumentó en un 7,1%, el volumen de mesas de juego (ruleta, cartas y dados) aumentó un 3,2%, en tanto las posiciones de bingo aumentaron en un 1,3%.

Casino	Comuna	N° de mesas				Total	N° de Máquinas de azar	N° de posiciones Bingo
		Ruleta	Cartas	Dados	Total			
Marina del Sol Calama	Calama	6	14	1	21	474	100	
Enjoy Antofagasta	Antofagasta	10	30	2	42	842	124	
Antay Casino & Hotel	Copiapó	6	19	1	26	405	179	
Ovalle Casino & Resort	Ovalle	5	7	1	13	230	60	
Casino de Juegos del Pacífico	San Antonio	7	9	1	17	347	148	
Casino Rinconada	Rinconada	14	42	1	57	1.380	100	
Monticello Grand Casino	Mostazal	28	51	1	80	2.124	300	
Casino de Colchagua	Santa Cruz	5	12	2	19	240	30	
Casino de Juego Talca	Talca	4	11	1	16	472	68	
Marina del Sol Talcahuano	Talcahuano	12	37	1	50	1.403	168	
Casino Gran Los Ángeles	Los Ángeles	4	5	1	10	208	40	
Dreams Temuco	Temuco	7	26	3	36	705	176	
Dreams Valdivia	Valdivia	5	15	2	22	413	100	
Marina del Sol Osorno	Osorno	6	14	1	21	337	60	
Enjoy Chiloé	Castro	5	11	1	17	230	36	
Dreams Coyhaique	Coyhaique	4	6	1	11	168	38	
Dreams Punta Arenas	Punta Arenas	6	12	2	20	497	100	
<b>Total</b>		<b>134</b>	<b>321</b>	<b>23</b>	<b>478</b>	<b>10.475</b>	<b>1.827</b>	

Tabla 3: Juegos en los Casinos en Operación, por Categoría de Juego Año 2016

Los casinos de juego deben ofrecer servicios anexos de carácter obligatorio, los cuales pueden variar, como por ejemplo servicios de restaurante, bar y sala de estar. Adicionalmente, los casinos pueden ofrecer otros servicios anexos opcionales, tales como cafetería o salón de té, cambio de moneda extranjera y sala de espectáculo o eventos, según las necesidades de cada complejo. Esto, sin considerar las demás obras y servicios que componen los proyectos integrales, tales como hoteles, centros de negocios, centros comerciales, salas de cine, entre otras.

Tabla N°8: Servicios Anexos por Casino de Juego Año 2016							
Casino	Comuna	Servicios Anexos Obligatorios			Servicios Anexos Opcionales		
		Restaurante	Bar	Sala de estar	Cafetería o Salón de té	Cambio de moneda extranjera	Sala de espectáculos o eventos
Marina del Sol Calama	Calama	1	3	1	no	si	si
Enjoy Antofagasta	Antofagasta	2	1	1	si	si	si
Antay Casino & Hotel	Copiapó	1	1	1	si	si	si
Ovalle Casino & Resort	Ovalle	1	2	1	no	si	si
Casino de Juegos del Pacifico	San Antonio	1	2	1	no	si	si
Casino Rinconada	Rinconada	1	1	1	si	si	si
Monticello Grand Casino	Mostazal	1	3	1	no	si	si
Casino de Colchagua	Santa Cruz	1	1	1	no	si	si
Gran Casino de Talca	Talca	1	1	1	si	si	no
Marina del Sol Talcahuano	Talcahuano	1	2	1	si	si	si
Casino Gran Los Ángeles	Los Ángeles	1	1	1	si	no	si
Dreams Temuco	Temuco	2	2	1	si	si	si
Dreams Valdivia	Valdivia	1	2	1	si	si	si
Marina del Sol Osorno	Osorno	1	2	1	si	si	si
Dreams Punta Arenas	Punta Arenas	2	4	1	si	si	no
Enjoy Chiloé	Castro	1	3	1	si	si	no
Dreams Coyhaique	Coyhaique	1	2	1	si	si	si

Tabla 4: Servicios Anexos por Casino de Juego Año 2016.

En cuanto a el monto apostado o jugado por los clientes de los casinos de juego durante el 2016 el monto alcanzó los \$ 4.090.462 millones, del cual las máquinas de azar tuvieron una participación ampliamente mayoritaria de un 95,2%

Por su parte, las mesas de juego (ruleta, cartas, dados) registraron el segundo mayor monto apostado con \$ 207.267 millones, correspondientes a un 4,8% del total de apuestas.

Finalmente, el monto jugado en la categoría de juego bingo, que corresponde al importe de todos los cartones vendidos es de \$ 959 millones, representando sólo un 0,02% del total apostado por los clientes en los 17 casinos de juego en operación.

Categorías de juego	Monto Total Apostado o Jugado (Millones de \$)		
	Mesas: Ruleta, Cartas y Dados	Máquinas de Azar	Bingo
Marina del Sol Calama	8.739	152.054	0
Enjoy Antofagasta	17.363	362.229	230
Antay Casino & Hotel	5.853	140.781	104
Ovalle Casino & Resort	794	13.710	6
Casino de Juegos del Pacífico	4.732	96.218	0
Casino Rinconada	25.327	455.028	30
Monticello Grand Casino	95.484	1.042.671	125
Casino de Colchagua	3.414	71.190	2
Gran Casino de Talca	5.240	153.015	0
Marina del Sol Talcahuano	12.590	567.415	281
Casino Gran Los Ángeles	5.912	54.923	30
Dreams Temuco	7.236	338.962	11
Dreams Valdivia	2.853	192.891	0
Marina del Sol Osorno	3.894	111.896	0
Enjoy Chiloé	2.353	40.704	0
Dreams Coyhaique	1.554	69.837	0
Dreams Punta Arenas	3.931	226.938	139
<b>Monto Total Apostado o Jugado</b>	<b>207.267</b>	<b>4.090.462</b>	<b>959</b>

*Tabla 5: Monto Total Apostado por Categoría de Juego año 2016*

En el 2016, la industria de casinos de juego generó ingresos brutos por \$ 308.585 millones, equivalentes a US\$ 456, 38 millones. Estos ingresos permitieron obtener una recaudación fiscal de \$ 50.532 millones por concepto de impuesto específico al juego.

Si se analizan periodos trimestrales de tiempo entre el año 2015 y 2016 se observa un alza en los ingresos brutos de juego en el primer trimestre de un 6,4%, siendo este el cambio más relevante. En los trimestres restantes, los ingresos tuvieron un comportamiento irregular registrando variaciones de -0,4%, 1,9% y -2,7% en el segundo, tercer y cuarto trimestre, respectivamente. Si se mide la variación anual de los ingresos en UF este monto crece en un 1,2% en 2016. El aumento de los ingresos en 2016 se sustenta en el inicio de operación del Casino de Ovalle.

Se observa que tras un período 2013 de ingresos decrecientes influenciados por la entrada en vigencia, a partir del 1 de marzo de 2013, de la Ley N° 20.660 que modificó la Ley 19.419 (Ley de Tabaco) que prohibió fumar en diversos espacios cerrados, incluidos los casinos de juego, la industria ha podido adaptarse y reaccionar exitosamente a esta situación.

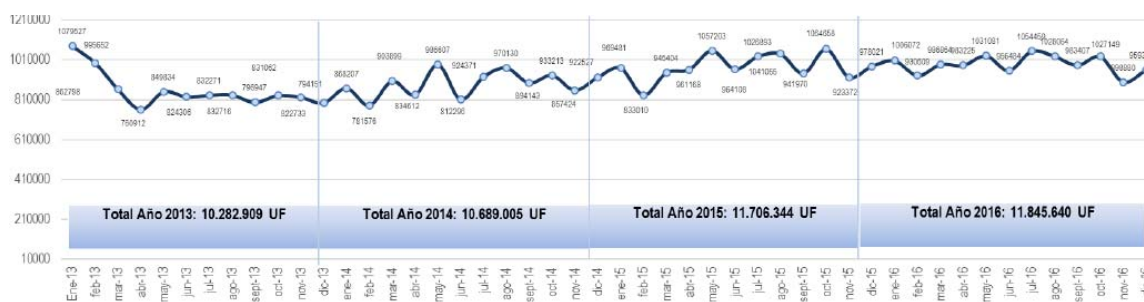


Gráfico 2: Ingresos Brutos de Juego de la Industria enero 2013 – diciembre 2016 (UF)

Por otro lado, si se analiza la evolución anual de los ingresos diarios de los casinos, se observa que crecieron sostenidamente durante el periodo 2008-2012. Tras un sólido crecimiento observado entre los años 2009 y 2011, el alza en los ingresos se moderó en 2012 a una tasa de 12,4%, impulsado principalmente por el aumento en visitas y en el gasto promedio por jugador. En 2013, los ingresos diarios de la industria se redujeron en un 19,5%, explicado por una contracción en las visitas (17,3%) y del gasto promedio (2,7%). Luego en el año 2014 los ingresos vuelven a mostrar una tendencia al alza y crecieron un 3,9% producto de un aumento de 13,5% en el gasto promedio por visita, contrarrestado por una reducción de las visitas en los casinos de un 8,4%. En 2015, los ingresos brutos crecieron en un 9,5% producto de un alza en el gasto promedio por visita de un 6,1% y un aumento de 3,3% en las visitas a los casinos. Finalmente, en el año 2016 los ingresos brutos aumentaron en un 1,2% debido al inicio de operaciones de Ovalle Casino & Resort que permitió adicionalmente aumentar el número de visitas de la industria en un 0,8%.

Indicador	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Porcentaje de variación 2016 / 2015
Casinos en Operación (N°)	8	15	15	15	17	17	16	16	17	6,25%
(*) Ingresos Brutos de Juego o Win (UF)	634.827	5.622.081	7.538.868	11.367.601	12.780.942	10.282.909	10.689.005	11.706.344	11.845.640	1,19%
(**) Días de Operación en el Año	970	4.711	4.968	5.475	5.973	6.116	5.840	5.840	5.997	2,69%
Ingresos Brutos / días de operación (UF)	654,46	1193,39	1517,49	2076,27	2139,79	1681,31	1830,31	2004,51	1975,26	-1,46%
Visitas a Casinos (N°)	547.440	4.092.649	4.767.709	6.433.723	6.964.522	5.760.700	5.275.783	5.447.284	5.490.814	0,80%
Gasto Promedio (UF)	1,16	1,37	1,58	1,77	1,84	1,79	2,03	2,15	2,16	0,39%
Promedio de visitas por días de operación	564	869	960	1175	1166	942	903	933	916	-1,84%
Variación Ingreso Bruto	-	785,6%	34,1%	50,8%	12,4%	-19,5%	3,9%	9,5%	1,2%	
Variación Visitas	-	647,6%	16,5%	34,9%	8,3%	-17,3%	-8,4%	3,3%	0,8%	
Variación Gasto Promedio	-	18,5%	15,1%	11,7%	3,9%	-2,7%	13,5%	6,1%	0,4%	
Variación Promedio de Visitas por días de operación	-	53,9%	10,5%	22,4%	-0,8%	-19,2%	-4,1%	3,3%	-1,8%	

Tabla 6: Resume evolutivo de la industria Periodo 2008 - 2016

(\*) Ingresos brutos se corrige con la UF del último día del mes correspondientes al periodo mensual.

(\*\*) Corresponde a la sumatoria de días de atención al público por parte de los casinos.



### **3.4 Marco Regulador**

Marina del Sol S.A. es una sociedad anónima cerrada y, por ende, se encuentra sujeta a las disposiciones de la Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas. Con la entrada en vigencia de la ley 20.382 de octubre de 2009, se procedió a cancelar su inscripción nro.993 en el Registro de Valores y paso a formar parte del Registro de Entidades Informantes de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). A 10 años de su entrada en vigencia, el 11 de agosto de 2015 fue promulgada la Ley N° 20.856, que introduce modificaciones a la Ley N°19.995, que Establece las Bases Generales para la Autorización, Funcionamiento y Fiscalización de Casinos de Juego. Dicho cuerpo legal establece que la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ) debe desarrollar el proceso de otorgamiento de permiso de operación para un casino de juego en las comunas de Arica, Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas y Natales. La Sociedad Marina del Sol S.A se encuentra bajo la fiscalización de la CMF (ex Superintendencia de Valores y Seguros) y de la Superintendencia de Casinos de Juego, cada una en sus respectivos ámbitos de competencia.

## **4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa**

Con el fin de poder realizar la estimación de la estructura de capital de la empresa se ha utilizado la información financiera otorgada por la compañía la cual se encuentra publicada a través del portal de la CMF, que incluye memorias anuales y estados financieros al cuarto trimestre, desde el 2012 hasta el 2016.

### **4.1 Determinación de la deuda de la empresa**

Para el caso de Marina del Sol S.A. se observó que no existe deuda que devengue intereses (financiera), ya que cada vez que la empresa piensa tomar deuda para algún proyecto de crecimiento lo hace a través otra empresa relacionada, Inmobiliaria Marina del Sol S.A, o su matriz Inversiones Marina del Sol S.A., por lo que se asume que el costo de la deuda (*kd*) de la compañía es 0.

## **4.2 Estructura de Capital Objetivo**

Dado que Marina del Sol se financia solamente con patrimonio, es que la estructura de capital objetivo de la empresa es de un 100% Patrimonio. Por lo que el ratio B/P objetivo es igual a cero. Esto implica que el costo de capital de la empresa será solo el costo patrimonial con un Beta desapalancado extraído desde la Sociedad Enjoy S.A.

## 5. Estimación del beta de la acción

Debido a que la empresa no cuenta con información pública con respecto al precio de la acción, no es posible calcular el beta de Marina de Sol S.A. a través de una regresión con los retornos semanales. En vez de eso, se utilizarán betas referenciales desapalancados a través la metodología usada por Rubinstein (1973), con el cual se buscan empresas comparables con el fin de desapalancar sus betas y llegar a un beta patrimonial sin deuda, el cual será utilizado como el beta de Marina del Sol S.A. debido a la ausencia de deuda financiera en ésta.

En el ámbito chileno, es posible solo encontrar un comparable, el cual es Enjoy S.A., la cual tiene el mismo giro que Marina del Sol S.A.

Para obtener el riesgo operacional (Beta Desapalancado) es que se utilizara la relación de Rubinstein, la cual se expresa de la siguiente manera:

$$\beta p^{c/d} = \beta p^{s/d} \left[ 1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - \beta d (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$\beta p^{c/d}$  = *Beta patrimonial con deuda*

$\beta p^{s/d}$  = *Beta patrimonial sin deuda*

$\beta d$  = *Beta de la deuda*

$tc$  = *Impuesto corporativo*

$B$  = *Deuda financiera*

$P$  = *Patrimonio*

Para la obtención del Beta Operacional, en primer lugar, el Beta apalancado de Enjoy a Diciembre de 2016 se obtiene a través del Beta Ajustado de Bloomberg, el cual es de 0.77, y es estimado en base de dos años de retornos semanales.

En segundo lugar, se procede a obtener el beta de la deuda a través del CAPM, el cual se expresa de la siguiente manera.

$$rd = rf + \beta d * PRM$$

Donde,

$rd$  = *Costo o rentabilidad de la deuda*

$rf$  = *Tasa libre de riesgo*

$\beta d$  = *Beta de la Deuda*

$PRM$  = *Prima por riesgo de mercado*

Como costo de la deuda de Enjoy se tomó la YTM del bono serie E, denominado en UF, la cual asciende a 4.92% al 31 de diciembre de 2016. Cabe señalar que la tasa libre de riesgo representa un bono BTU-30 que presenta una tasa de 1.79%. La prima por riesgo de mercado asciende a 6.55%.

Con la información antes mencionada, el beta de la deuda ( $\beta_d$ ) es de 0,478.

En tercer lugar, se ha utilizado la estructura B/P promedio de los últimos dos años de Enjoy, la cual asciende a 2.25 y se muestra en el siguiente cuadro:

Enjoy S.A.	2016	2015
Deuda Financiera Corriente	\$ 89.810.778	\$ 63.131.096
Deuda Financiera No Corriente	\$ 136.180.103	\$ 152.478.360
<b>B</b>	\$ 225.990.881	\$ 215.609.456
<b>P</b>	\$ 115.255.709	\$ 84.891.759
<b>B/P</b>	<b>1,96</b>	<b>2,54</b>
<b>B/P Promedio 2 años</b>	<b>2,25</b>	

*Cuadro 7: Estructura de Capital de Enjoy (miles de \$)*

De igual manera, se utiliza la tasa de impuestos corporativos efectiva promedio de los últimos dos años, la cual es de 9%, dado que en 2016 la empresa tuvo pérdidas (por lo que su tasa fue de 0%).

Tasa de Impuestos Enjoy S.A.	2016	2015
Tasa Efectiva	0%	18,60%
<b>Tasa Efectiva Promedio</b>	<b>9,3%</b>	

*Cuadro 8: Tasa de Impuesto Efectiva (%)*

Finalmente, con esta información, se procede a desapalancar el Beta Patrimonial de Enjoy S.A. De esta manera se llega a un Beta sin Deuda de 0,574. Este Beta sin Deuda será el usado como Beta de Marina del Sol S.A. dado que la compañía no cuenta con deuda financiera.

## **6. Estimación del Costo de Capital de la Empresa**

Con el fin de calcular el Costo de Capital de la compañía se utilizará el Costo de Capital Operacional ( $\rho$ ) dado que la empresa no tiene deuda. La estimación de este costo patrimonial sin deuda se realiza utilizando el CAPM, de tal manera que:

$$\rho = rf + \beta p * PRM + PL$$

Utilizando una tasa libre de riesgo de 1.79%, un premio por riesgo de mercado de 6.55 y un Premio por liquidez de 2% el costo de capital sin deuda estimado para Marina del Sol Ascende a 7.549%.

## 7. Análisis de Cuentas de la Compañía

Para efectos del análisis de las diferentes cuentas de Marina del Sol S.A. se extrajeron los estados de resultado de la compañía desde los periodos que comprenden los años 2012 a 2016, a través de los Estados Financieros de la compañía publicados en la página web de la CMF. Éstos venían denominados en pesos chilenos, por lo que para efectos de este informe fueron transformados a UF con el fin de hacerlos comparables.

### 7.1 Ingresos Operacionales

Se reconocen dos tipos de ingresos por venta para el caso de Marina del Sol S.A., los cuales son los ingresos por juegos de azar y los ingresos por restaurante. Para el primer caso se engloba todo ingreso que provenga del principal giro de la compañía lo cual específicamente hace relación con los juegos de mesa, las máquinas de azar y el bingo. Por otra parte, para el caso de los ingresos por restaurante se considera todo lo que los clientes consumen por concepto de bebidas, alimento, cigarro entradas a la discoteque y por eventos. Las cifras se presentan en UF

Ingresos de actividades ordinarias UF	2016	2015	2014	2013	2012
Ingresos juegos de azar	\$ 1.233.981	\$ 1.157.054	\$ 1.035.242	\$ 989.545	\$ 1.052.592
Ingresos restaurante	\$ 106.016	\$ 103.289	\$ 97.775	\$ 95.050	\$ 119.112
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 1.339.997</b>	<b>\$ 1.260.343</b>	<b>\$ 1.133.017</b>	<b>\$ 1.084.595</b>	<b>\$ 1.171.704</b>

Ingresos de actividades ordinarias UF	2016	2015	2014	2013	2012
Crecimiento Ingresos juegos de azar	6,65%	11,77%	4,62%	-5,99%	-
Crecimiento Ingresos restaurante	2,64%	5,64%	2,87%	-20,20%	-

Tabla 9: Ingresos por venta y crecimiento de los ingresos

También se reconocen Otros Ingresos por Función en donde se incluyen los siguientes ítems.

Otros Ingresos por función UF	2016	2015	2014	2013	2012
Arriendo de espacios publicitarios	\$ 1.165	\$ 1.311	\$ 1.607	\$ 2.422	\$ 1.712
Auspicio eventos	--	\$ 294	\$ 606	\$ 417	\$ 225
Aportes publicitarios	\$ 222	\$ 148	\$ 192	\$ 146	\$ 1.018
Otros menores	\$ 1.160	\$ 692	\$ 404	\$ 2.927	\$ 123
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 2.548</b>	<b>\$ 2.446</b>	<b>\$ 2.809</b>	<b>\$ 5.911</b>	<b>\$ 3.078</b>
<b>Variación anual</b>	<b>4,16%</b>	<b>-12,92%</b>	<b>-52,48%</b>	<b>92,05%</b>	

Tabla 10: Otros Ingresos por función y su variación anual

## 7.2 Costos Operacionales

Marina del Sol S.A. clasifica sus costos en Costo de Venta, Gastos de Administración y Otros Gastos. Las siguientes tablas muestran el desglose de los costos, así como también el porcentaje de estos en función al total de costos operacionales. Todas las cifras están en UF.

Costos Operacionales	2016	2015	2014	2013	2012
Costo de Venta	\$ -862.757	\$ -829.675	\$ -799.841	\$ -830.709	\$ -709.241
Gasto de Administración	\$ -234.301	\$ -217.109	\$ -222.581	\$ -212.777	\$ -211.756
Otros Gastos	\$ -3.176	\$ -2.044	\$ -1.741	\$ -2.126	\$ -2.473
<b>Total Costos Operacionales</b>	<b>\$ -1.100.234</b>	<b>\$ -1.048.827</b>	<b>\$ -1.024.163</b>	<b>\$ -1.045.612</b>	<b>\$ -923.470</b>

*Tabla 11: Costos Operacionales*

Costos Operacionales [%] del Total	2016	2015	2014	2013	2012
Costo de Venta	78,42%	79,10%	78,10%	79,45%	76,80%
Gasto de Administración	21,30%	20,70%	21,73%	20,35%	22,93%
Otros Gastos	0,29%	0,19%	0,17%	0,20%	0,27%

*Tabla 12: Costos Operacionales como % del Total*

Las siguientes tablas muestran la descomposición de cada cuenta de los costos operacionales y sus porcentajes en función del total de costos operacionales. Todas las cifras están en UF.

<b>Costo de Venta UF</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Remuneraciones	\$ -164.974	\$ -136.679	\$ -130.713	\$ -140.923	\$ -157.913
Arriendo de inmuebles	\$ -228.978	\$ -221.086	\$ -210.860	\$ -209.305	\$ -234.835
Servicios y otros arriendos	\$ -69.613	\$ -64.171	\$ -58.096	\$ -55.967	\$ -53.267
Consumos Materiales Restaurantes	\$ -77.206	\$ -68.516	\$ -63.364	\$ -61.376	\$ -89.234
Consumo Materiales máquinas, mesas, bingo	\$ -6.032	\$ -6.490	\$ -6.385	\$ -6.022	\$ -10.477
Asesorías	\$ -2.485	\$ -1.595	\$ -1.491	\$ -2.250	\$ -3.699
Telecomunicaciones, software	\$ -9.889	\$ -9.925	\$ -9.169	\$ -8.438	\$ -5.101
Promoción y publicidad	\$ -12.350	\$ -9.658	\$ -8.140	\$ -7.207	\$ -2.845
Seguros, Patentes, Derechos	\$ -6.404	\$ -6.505	\$ -8.046	\$ -9.571	\$ -9.217
Mantenimiento de bienes	\$ -7.125	\$ -9.041	\$ -8.353	\$ -7.247	\$ -11.427
Depreciación y Amortización de Intangibles	\$ -40.066	\$ -69.360	\$ -90.336	\$ -133.035	\$ -131.227
Impuestos específicos al juego	\$ -237.635	\$ -226.648	\$ -204.888	\$ -189.368	\$ -
<b>SUB TOTAL</b>	<b>\$ -862.757</b>	<b>\$ -829.675</b>	<b>\$ -799.841</b>	<b>\$ -830.709</b>	<b>\$ -709.241</b>
<b>Variación anual</b>	<b>3,99%</b>	<b>3,73%</b>	<b>-3,72%</b>	<b>17,13%</b>	
<b>Gastos de Administración UF</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Remuneraciones	\$ -114.040	\$ -105.016	\$ -93.434	\$ -81.443	\$ -81.152
Asesorías	\$ -16.326	\$ -12.350	\$ -11.239	\$ -10.389	\$ -5.502
Telecomunicaciones, software	\$ -11.011	\$ -11.021	\$ -9.279	\$ -7.646	\$ -6.534
Promoción y publicidad	\$ -78.403	\$ -78.230	\$ -98.493	\$ -96.929	\$ -97.844
Servicios generales, arriendos y otros gastos	\$ -10.290	\$ -8.711	\$ -9.416	\$ -11.655	\$ -17.675
Progresivos base máquinas, mesas y derechos	\$ -1.800	\$ -320	\$ 859	\$ -4.358	\$ -2.267
Mantenimiento de bienes	\$ -2.431	\$ -1.460	\$ -1.579	\$ -357	\$ -784
<b>SUB TOTAL</b>	<b>\$ -234.301</b>	<b>\$ -217.109</b>	<b>\$ -222.581</b>	<b>\$ -212.777</b>	<b>\$ -211.756</b>
<b>Variación anual</b>	<b>7,92%</b>	<b>-2,46%</b>	<b>4,61%</b>	<b>0,48%</b>	
<b>Otros Gastos UF</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Bajas de activo fijo	-	\$ -2	\$ -178	\$ -519	\$ -215
Multas pagadas	-	\$ -215	\$ -77	\$ -176	-
Traslados Menores	\$ -1.797	\$ -1.745	\$ -1.332	\$ -1.362	\$ -1.650
Reajuste Impuesto Renta	\$ -235	\$ -69	-	-	-
Otros Menores	\$ -1.143	\$ -13	\$ -155	\$ -70	\$ -608
<b>SUB TOTAL</b>	<b>\$ -3.176</b>	<b>\$ -2.044</b>	<b>\$ -1.741</b>	<b>\$ -2.126</b>	<b>\$ -2.473</b>
<b>Variación anual</b>	<b>55,33%</b>	<b>17,40%</b>	<b>-18,09%</b>	<b>-14,03%</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 1.100.234</b>	<b>\$ 1.048.827</b>	<b>\$ 1.024.163</b>	<b>\$ 1.045.612</b>	<b>\$ 923.470</b>

Tabla 13: Descomposición de Costos Operacionales



<b>Costo de Venta UF</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Remuneraciones	14,99%	13,03%	12,76%	13,48%	17,10%
Arriendo de inmuebles	20,81%	21,08%	20,59%	20,02%	25,43%
Servicios y otros arriendos	6,33%	6,12%	5,67%	5,35%	5,77%
Consumos Materiales Restaurantes	7,02%	6,53%	6,19%	5,87%	9,66%
Consumo Materiales máquinas, mesas, bingo	0,55%	0,62%	0,62%	0,58%	1,13%
Asesorías	0,23%	0,15%	0,15%	0,22%	0,40%
Telecomunicaciones, software	0,90%	0,95%	0,90%	0,81%	0,55%
Promoción y publicidad	1,12%	0,92%	0,79%	0,69%	0,31%
Seguros, Patentes, Derechos	0,58%	0,62%	0,79%	0,92%	1,00%
Mantenimiento de bienes	0,65%	0,86%	0,82%	0,69%	1,24%
Depreciación y Amortización de Intangibles	3,64%	6,61%	8,82%	12,72%	14,21%
Impuestos específicos al juego	21,60%	21,61%	20,01%	18,11%	0,00%
<b>SUB TOTAL</b>	<b>78,42%</b>	<b>79,10%</b>	<b>78,10%</b>	<b>79,45%</b>	<b>76,80%</b>
<b>Variación anual (pp)</b>	<b>-0,69</b>	<b>1,01</b>	<b>-1,35</b>	<b>2,65</b>	
<b>Gastos de Administración UF</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Remuneraciones	10,37%	10,01%	9,12%	7,79%	8,79%
Asesorías	1,48%	1,18%	1,10%	0,99%	0,60%
Telecomunicaciones, software	1,00%	1,05%	0,91%	0,73%	0,71%
Promoción y publicidad	7,13%	7,46%	9,62%	9,27%	10,60%
Servicios generales, arriendos y otros gastos	0,94%	0,83%	0,92%	1,11%	1,91%
Progresivos base máquinas, mesas y derechos	0,16%	0,03%	0,08%	0,42%	0,25%
Mantenimiento de bienes	0,22%	0,14%	0,15%	0,03%	0,08%
<b>SUB TOTAL</b>	<b>21,30%</b>	<b>20,70%</b>	<b>21,90%</b>	<b>20,35%</b>	<b>22,93%</b>
<b>Variación anual (pp)</b>	<b>0,60</b>	<b>-1,20</b>	<b>1,55</b>	<b>-2,58</b>	
<b>Otros Gastos UF</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Bajas de activo fijo	0,00%	0,00%	0,02%	0,05%	0,02%
Multas pagadas	0,00%	0,02%	0,01%	0,02%	0,00%
Traslados Menores	0,16%	0,17%	0,13%	0,13%	0,18%
Reajuste Impuesto Renta	0,02%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros Menores	0,10%	0,00%	0,02%	0,01%	0,07%
<b>SUB TOTAL</b>	<b>0,29%</b>	<b>0,19%</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,27%</b>
<b>Variación anual (pp)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,06</b>	

Tabla 14: Costos Operacionales como % del Total

### 7.3 Cuentas No Operacionales

A continuación, se presentan las Cuentas no Operacionales de la compañía para los periodos que comprenden desde el 31 de diciembre de 2012 hasta el 31 de diciembre de 2016. Las cifras se presentan en UF.

Ingresos Financieros UF	2016	2015	2014	2013	2012
Ingresos de efectivo por fondos mutuos	\$ 4.426	\$ 6.151	\$ 3.043	\$ 1.653	\$ 3.359
Intereses cobrados a empresas relacionadas	\$ 3.076	\$ 1.177	\$ 3.208	\$ 8.480	\$ 10.903
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 7.502</b>	<b>\$ 7.329</b>	<b>\$ 6.251</b>	<b>\$ 10.132</b>	<b>\$ 14.262</b>
<b>Variación anual</b>	<b>2,37%</b>	<b>17,24%</b>	<b>-38,31%</b>	<b>-28,96%</b>	

Diferencias de Cambio UF	2016	2015	2014	2013	2012
Diferencias de Cambio	\$ 710	\$ -93	\$ -1.048	\$ -615	\$ 1.170
<b>Variación anual</b>	<b>-864,48%</b>	<b>-91,14%</b>	<b>70,28%</b>	<b>-152,60%</b>	

Resultados por Unidades de Reajuste UF	2016	2015	2014	2013	2012
Resultados por Unidades de Reajuste	\$ 11.266	\$ 9.589	\$ 8.626	\$ 5.553	\$ 1.859
<b>Variación anual</b>	<b>17,49%</b>	<b>11,17%</b>	<b>55,34%</b>	<b>198,69%</b>	

Tabla 15: Cuentas No Operacionales y su variación anual

## 8. Proyección de Estados de Resultado

### 8.1 Proyección de Ingresos

Para los ingresos se debe tener en cuenta la proyección de dos cuentas asociadas a los ingresos por venta. En primer lugar, el ingreso que viene dado por los juegos, el cual es el negocio principal de la compañía. Y en segundo lugar se deben tener presentes los ingresos por los servicios anexos, en donde se consideran restaurante y uso de discotecas, como también servicios ofrecidos en eventos.

Las proyecciones de crecimiento en el presente trabajo se basan en base a dos supuestos. En primer lugar, suponiendo un efecto de inercia en el crecimiento, hemos estimado el crecimiento promedio de los ingresos de Juego de azar, contemplando el periodo que abarca desde el año 2012 hasta el año 2016. Esto da como resultado un crecimiento promedio de 4,26%. Este supuesto de inercia en el crecimiento representará el 50% de la ponderación.

Variación porcentual	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
Ingresos juegos de azar	\$ 1.233.981	\$ 1.157.054	\$ 1.035.242	\$ 989.545	\$ 1.052.592	-
Crecimiento juegos de azar	6,65%	11,77%	4,62%	-5,99%	-	4,26%

Tabla 16: Ingresos por Juegos de Azar y su crecimiento anual

En segundo lugar, hemos analizado el crecimiento del PIB versus el crecimiento de los ingresos de Juego de Azar de Marina del Sol. En promedio, es posible observar que por cada 1% de crecimiento del PIB, los ingresos de Juegos de Azar crecen a una tasa de 2.49%. Por ejemplo, si el crecimiento del PIB esperado fuera del 3%, entonces es posible esperar que los ingresos por Juegos de Azar crezcan en un 7.47%. Como se observará, en el cuadro de proyección de los ingresos se muestra el crecimiento del PIB esperado, de acuerdo a información entregada por el FMI a diciembre de 2016<sup>1</sup>. Este supuesto representará el otro 50% de la ponderación en la proyección de los ingresos.

Para el caso de los ingresos por servicios anexos, los cuales llamaremos de ahora en adelante Ingresos por Restaurante, se observó que a lo largo de los años existía una dependencia entre estos ingresos y los que vienen dados por los juegos de azar de tal manera que los Ingresos por Restaurante representan en promedio un 9,58% de los Ingresos por Juegos de Azar. De esta forma, al proyectar los ingresos por Juegos de Azar, proyectaremos los Ingresos por Restaurante como un porcentaje de los primeros.

<sup>1</sup> [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD)

Ingresos de actividades ordinarias UF	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
Ingresos juegos de azar	\$ 1.233.981	\$ 1.157.054	\$ 1.035.242	\$ 989.545	\$ 1.052.592	
Ingresos restaurante	\$ 106.016	\$ 103.289	\$ 97.775	\$ 95.050	\$ 119.112	
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 1.339.997</b>	<b>\$ 1.260.343</b>	<b>\$ 1.133.017</b>	<b>\$ 1.084.595</b>	<b>\$ 1.171.704</b>	
<b>Ingresos restaurante [% de juegos]</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>9,6%</b>

Tabla 17: Ingresos Restaurante como % de Juegos de Azar

Ahora bien, con dichos supuestos, es que se procede a proyectar los ingresos totales por venta:

Estados de resultados proyectados UF	2017	2018	2019	2020	2021
Tasa Crecimiento Ingresos (Histórico)	4,26%	4,26%	4,26%	4,26%	4,26%
<b>Ingresos juegos de azar (Histórico)</b>	<b>\$ 1.286.549</b>	<b>\$ 1.341.355</b>	<b>\$ 1.398.497</b>	<b>\$ 1.458.073</b>	<b>\$ 1.520.187</b>
Crecimiento PIB Proyectado	2,10%	2,70%	3,00%	3,20%	3,40%
Tasa Crecimiento Ingresos (PIB)	5,23%	6,72%	7,47%	7,97%	8,47%
<b>Crecimiento Ingresos Totales</b>	<b>4,74%</b>	<b>5,49%</b>	<b>5,87%</b>	<b>6,11%</b>	<b>6,36%</b>
<b>Ingresos juegos de azar (PIB)</b>	<b>\$ 1.298.513</b>	<b>\$ 1.385.822</b>	<b>\$ 1.489.355</b>	<b>\$ 1.608.040</b>	<b>\$ 1.744.192</b>
<b>Ingresos Juegos azar (Ponderado)</b>	<b>\$ 1.292.531</b>	<b>\$ 1.363.589</b>	<b>\$ 1.443.926</b>	<b>\$ 1.533.057</b>	<b>\$ 1.632.190</b>
<b>Ingresos Restaurante</b>	<b>\$ 124.083</b>	<b>\$ 130.905</b>	<b>\$ 138.617</b>	<b>\$ 147.173</b>	<b>\$ 156.690</b>
<b>TOTAL Ingresos por Venta</b>	<b>\$ 1.416.614</b>	<b>\$ 1.494.493</b>	<b>\$ 1.582.543</b>	<b>\$ 1.680.230</b>	<b>\$ 1.788.880</b>

Tabla 18: Proyección del Ingreso por Venta (UF)

Con respecto a Otros Ingresos por función se hace un desglose de todas las cuentas pertenecientes a este segmento y se calcula el crecimiento promedio de estos para dar con la tasa de crecimiento (o decrecimiento) que se utilizará en las proyecciones.

Δ% Otros Ingresos por func UF	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
Arriendo de espacios publicitarios	-11,1%	-18,4%	-33,7%	41,5%		-5,4%
Auspicio eventos	--	-51,4%	45,5%	84,9%		26,3%
Aportes publicitarios	50,0%	-23,0%	32,0%	-85,7%		-6,7%
Otros menores	67,6%	71,4%	-86,2%	2276,4%		582,3%

Tabla 19: Crecimiento Promedio de cuentas pertenecientes a Otros Ingresos por función

Para el caso de Otros menores en el año 2013 ocurrió un efecto “one timer” que provocó un incremento inusual en esta cuenta, por ende, no se considera dicho año, por lo que el promedio de crecimiento de esa cuenta queda en 18%

Las proyecciones quedan como se muestra a continuación:

Estados de resultados proyectados UF	2017	2018	2019	2020	2021
Arriendo de espacios publicitarios	\$ 1.102	\$ 1.043	\$ 986	\$ 933	\$ 882
Auspicio eventos	\$ 372	\$ 470	\$ 593	\$ 749	\$ 947
Aportes publicitarios	\$ 207	\$ 193	\$ 180	\$ 168	\$ 157
Otros menores	\$ 1.364	\$ 1.604	\$ 1.887	\$ 2.218	\$ 2.608
<b>TOTAL Otros Ingresos por Función</b>	<b>\$ 3.046</b>	<b>\$ 3.310</b>	<b>\$ 3.646</b>	<b>\$ 4.069</b>	<b>\$ 4.594</b>

*Tabla 20: Proyección de Otros Ingresos por Función*

## 8.2 Proyección de Costos Operacionales

Para los costos los Costos Operacionales se abren las cuentas de Costos de Venta y de Gastos de Administración y se calcula el porcentaje que cada cuenta representa de los ingresos ordinarios (Ingreso por Venta). En la siguiente tabla se muestran el detalle del cálculo del factor de crecimiento de las cuentas como porcentaje de los Ingresos por Venta promedio en los años analizados y a continuación las tablas con las proyecciones correspondientes.

Costos de Admi. como % de los Ingresos	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
Remuneraciones	-8,5%	-8,3%	-8,2%	-7,5%	-6,9%	-7,9%
Asesorías	-1,2%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,5%	-0,9%
Telecomunicaciones, software	-0,8%	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,8%
Promoción y publicidad	-5,9%	-6,2%	-8,7%	-8,9%	-8,4%	-7,6%
Servicios generales, arriendos y otros gastos	-0,8%	-0,7%	-0,8%	-1,1%	-1,5%	-1,0%
Progresivos base máquinas, mesas y derechos	-0,1%	0,0%	0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,1%
Mantenimiento de bienes	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%

Otros Gastos como % de Ingresos	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
<b>TOTAL</b>	<b>-0,24%</b>	<b>-0,16%</b>	<b>-0,15%</b>	<b>-0,20%</b>	<b>-0,21%</b>	<b>-0,2%</b>

Tabla 21: Desglose de GAV y Otros Gastos como % de los Ingresos por Venta

Estados de resultados proyectados UF	2017	2018	2019	2020	2021
Remuneraciones	\$ -173.289	\$ -182.816	\$ -193.587	\$ -205.536	\$ -218.827
Arriendo de inmuebles	\$ -262.301	\$ -276.721	\$ -293.025	\$ -311.113	\$ -331.230
Servicios y otros arriendos	\$ -71.172	\$ -75.085	\$ -79.508	\$ -84.416	\$ -89.875
Consumos Materiales Restaurantes	\$ -85.181	\$ -89.864	\$ -95.159	\$ -101.032	\$ -107.566
Consumo Materiales máquinas, mesas, bingo	\$ -8.437	\$ -8.901	\$ -9.426	\$ -10.008	\$ -10.655
Asesorías	\$ -2.739	\$ -2.890	\$ -3.060	\$ -3.249	\$ -3.459
Telecomunicaciones, software	\$ -10.052	\$ -10.605	\$ -11.230	\$ -11.923	\$ -12.694
Promoción y publicidad	\$ -9.388	\$ -9.904	\$ -10.488	\$ -11.135	\$ -11.855
Seguros, Patentes, Derechos	\$ -9.557	\$ -10.083	\$ -10.677	\$ -11.336	\$ -12.069
Mantenimiento de bienes	\$ -10.284	\$ -10.849	\$ -11.488	\$ -12.198	\$ -12.986
Depreciación y Amortización de Intangibles	\$ -113.136	\$ -119.356	\$ -126.388	\$ -134.190	\$ -142.867
Impuestos específicos al juego	\$ -252.371	\$ -266.245	\$ -281.931	\$ -299.334	\$ -318.690
<b>TOTAL Costos de venta</b>	<b>\$ -1.007.908</b>	<b>\$ -1.063.319</b>	<b>\$ -1.125.965</b>	<b>\$ -1.195.469</b>	<b>\$ -1.272.772</b>

Estados de resultados proyectados UF	2017	2018	2019	2020	2021
Remuneraciones	\$ -111.982	\$ -118.138	\$ -125.098	\$ -132.820	\$ -141.409
Asesorías	\$ -13.083	\$ -13.802	\$ -14.615	\$ -15.517	\$ -16.521
Telecomunicaciones, software	\$ -10.703	\$ -11.291	\$ -11.957	\$ -12.695	\$ -13.516
Promoción y publicidad	\$ -107.772	\$ -113.696	\$ -120.395	\$ -127.827	\$ -136.092
Servicios generales, arriendos y otros gastos	\$ -13.807	\$ -14.566	\$ -15.424	\$ -16.376	\$ -17.435
Progresivos base máquinas, mesas y derechos	\$ -1.924	\$ -2.030	\$ -2.150	\$ -2.283	\$ -2.430
Mantenimiento de bienes	\$ -1.520	\$ -1.604	\$ -1.698	\$ -1.803	\$ -1.919
<b>TOTAL Gastos de Administración</b>	<b>\$ -260.790</b>	<b>\$ -275.127</b>	<b>\$ -291.336</b>	<b>\$ -309.320</b>	<b>\$ -329.322</b>
<b>TOTAL Otros Gastos por Función</b>	<b>\$ -2.720</b>	<b>\$ -2.869</b>	<b>\$ -3.038</b>	<b>\$ -3.226</b>	<b>\$ -3.435</b>

Tabla 22: Proyección de Costos de Venta y Gastos de Administración y Ventas

A partir de los resultados obtenidos en las proyecciones recientemente mencionadas, se presenta en la siguiente tabla, a modo de resumen, el Resultado Operacional:

Estados de resultados proyectados UF	2017	2018	2019	2020	2021
TOTAL Ingresos por venta	\$ 1.416.614	\$ 1.494.493	\$ 1.582.543	\$ 1.680.230	\$ 1.788.880
TOTAL Otros Ingresos por Función	\$ 3.046	\$ 3.310	\$ 3.646	\$ 4.069	\$ 4.594
TOTAL Costos de venta	\$ -1.007.908	\$ -1.063.319	\$ -1.125.965	\$ -1.195.469	\$ -1.272.772
TOTAL Gastos de Administración	\$ -260.790	\$ -275.127	\$ -291.336	\$ -309.320	\$ -329.322
TOTAL Otros Gastos por Función	\$ -2.720	\$ -2.869	\$ -3.038	\$ -3.226	\$ -3.435
<b>Ganancia de Actividad Operacional</b>	<b>\$ 148.242</b>	<b>\$ 156.488</b>	<b>\$ 165.849</b>	<b>\$ 176.284</b>	<b>\$ 187.946</b>

Tabla 23: Proyección del Resultado Operacional

### 8.3 Proyección del Resultado No Operacional

Para las cuentas del Resultado No Operacional se toman en consideración para las proyecciones los Ingresos Financieros, las Diferencias de Cambio y el Resultado por Unidades de Reajuste.

En primer lugar, para los Ingresos Financieros se hace un supuesto conservador pensando que estos se mantendrán en el tiempo. Luego, tanto las Diferencias de Cambio y el Resultado por Unidades de Reajuste crecerán (o decrecerán) a una tasa tal que ésta será calculada como un porcentaje de estas cuentas sobre los Ingresos por Venta de la compañía. El detalle de lo anterior se muestra en las siguientes tablas.

Diferencias de Cambio UF	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
Diferencias de Cambio	\$ 709,6	\$ -92,8	\$ -1.048,0	\$ -615,5	\$ 1.170,1	\$ 24,7
Variación anual	-864,48%	-91,14%	70,28%	-152,60%		-259,5%
Diferencias de Cambio [%] de Ingresos	0,053%	-0,007%	-0,092%	-0,057%	0,100%	-0,001%

Resultados por Unidades de Reajuste UF	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
Resultados por Unidades de Reajuste	\$ 11.265,9	\$ 9.588,8	\$ 8.625,6	\$ 5.552,9	\$ 1.859,0	\$ 7.378,5
Variación anual	17,49%	11,17%	55,34%	198,69%		70,7%
Resultado por Unidades [%] de Ingresos	0,84%	0,76%	0,76%	0,51%	0,16%	0,6%

Tabla 24: Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste promedio como % de los ingresos

Las proyecciones junto con el Resultado No Operacional quedan como se muestra a continuación:

Estados de resultados proyectados UF	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Financieros	\$ 9.095	\$ 9.095	\$ 9.095	\$ 9.095	\$ 9.095
Diferencias de Cambio	\$ -11	\$ -11	\$ -12	\$ -13	\$ -14
Resultados por Unidades de Reajuste	\$ 8.595	\$ 9.067	\$ 9.601	\$ 10.194	\$ 10.853
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>\$ 17.679</b>	<b>\$ 18.151</b>	<b>\$ 18.684</b>	<b>\$ 19.276</b>	<b>\$ 19.935</b>

Tabla 25: Proyección del Resultado No Operacional

## 8.4 Proyección de la Ganancia (Utilidad)

Ya con el Resultado Operacional y el Resultado No Operacional se puede calcular la Ganancia Antes de Impuesto. Con ese resultado y a través de las tasas impositivas dadas a través de supuestos, se puede calcular el monto tributado para los periodos proyectados, con el fin de poder llegar a la Utilidad de estos años. A continuación, se muestra la tasa impositiva a considerar en los periodos proyectados, así como los resultados de los cálculos descritos anteriormente.

Tasa Impositiva	2017	2018	2019	2020	2021
	24%	25%	26%	27%	27%

Tabla 26: Supuestos de Tasas Impositivas - Periodo 2017-2021

Estados de resultados proyectados UF	2017	2018	2019	2020	2021
Ganancia de Actividad Operacional	\$ 148.242	\$ 156.488	\$ 165.849	\$ 176.284	\$ 187.946
Resultado No Operacional	\$ 17.679	\$ 18.151	\$ 18.684	\$ 19.276	\$ 19.935
<b>Ganancia (Pérdida) Antes de impuestos</b>	<b>\$ 165.921</b>	<b>\$ 174.639</b>	<b>\$ 184.534</b>	<b>\$ 195.560</b>	<b>\$ 207.880</b>
Gasto por impuesto a las Ganancias	\$ -39.821	\$ -43.660	\$ -47.056	\$ -52.801	\$ -56.128
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>\$ 126.100</b>	<b>\$ 130.979</b>	<b>\$ 137.478</b>	<b>\$ 142.759</b>	<b>\$ 151.753</b>

Tabla 27: Proyección de las Utilidades



## 9. Estimación del Flujo de Caja Libre

Para poder realizar una estimación del flujo de caja libre, se deben realizar algunos ajustes a los Estados de Resultados proyectados en la sección anterior. En esta sección se muestra el detalle de cada una de estas cuentas y el cálculo de dicho reverso en la utilidad del ejercicio.

### 9.1 Flujo de Caja Bruto

En primer lugar, para llegar al flujo de caja libre se deben descotar de la utilidad las depreciaciones y amortizaciones de intangibles y las cuentas no operacionales. De esta manera el flujo de caja resulta como se muestra en la siguiente tabla:

Flujo de caja proyectado LF	2017	2018	2019	2020	2021
Ganancia (Pérdida)	\$ 126.100	\$ 130.979	\$ 137.478	\$ 142.759	\$ 151.753
Gasto por depreciación y Amortización de Intan	\$ 113.136	\$ 119.356	\$ 126.388	\$ 134.190	\$ 142.867
Ingresos Financieros	\$ -9.095	\$ -9.095	\$ -9.095	\$ -9.095	\$ -9.095
Costos Financieros	-	-	-	-	-
Resultado por unidad de reajuste	\$ -8.595	\$ -9.067	\$ -9.601	\$ -10.194	\$ -10.853
Reversión de pérdidas por deterioro de valor r	-	-	-	-	-
Diferencias de cambio	\$ 11	\$ 11	\$ 12	\$ 13	\$ 14
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>\$ 221.557</b>	<b>\$ 232.184</b>	<b>\$ 245.181</b>	<b>\$ 257.672</b>	<b>\$ 274.685</b>

Tabla 28: Flujo de Caja Bruto Proyectado

### 9.2 Inversión en Reposición

La inversión en reposición corresponde al gasto en que incurre la compañía con el fin de reponer su maquinaria para que ésta opere de forma adecuada. Para el cálculo de este monto, se calcula el promedio de las inversiones permanentes de la empresa como porcentaje de los gastos por depreciación. Dicho porcentaje se multiplicará por las depreciaciones proyectadas, tal que ese resultado será la estimación de la Inversión en Reposición. A continuación, se muestra en la siguiente tabla dicho cálculo.

Estimación en Reinversión de activos UF						
	2016	2015	2014	2013	2012	Promedio
Inversiones permanentes	\$ 8.649	\$ 16.032	\$ 27.510	\$ 148.451	\$ 57.756	
Gasto por Depreciación	\$ 38.864	\$ 67.854	\$ 81.411	\$ 123.406	\$ 121.459	
<b>Tasa</b>	<b>22,3%</b>	<b>23,6%</b>	<b>33,8%</b>	<b>120,3%</b>	<b>47,6%</b>	<b>49,5%</b>

Tabla 29: Promedio de las Inversiones Permanentes como % de los Gastos por depreciación

Como se puede observar la tasa a aplicar a las depreciaciones proyectadas es 49,5%. Dado que asumiremos que las ventas se mantienen, a partir del 2021 la inversión en reposición será el 100% de la depreciación. De esta manera quedan las proyecciones de la Inversión en Reposición:

Flujo de caja proyectado UF	2017	2018	2019	2020	2021
Inversión en reposición	\$ -56.007	\$ -59.086	\$ -62.567	\$ -66.429	\$ -142.867

Tabla 30: Proyección de la Inversión en Reposición

### 9.3 Nuevas Inversiones en Activos Fijos (CAPEX)

En cuanto al CAPEX, consideramos para este ítem las inversiones que se realizan todos los años para aumentar la producción, es decir se invierte en nueva planta, propiedad y/o equipo. Así es que la forma de calcular la tasa de inversión en CAPEX será calcular un ratio de inversión en activos fijos sobre las ventas para el periodo que comprende desde el 2012 hasta el 2016. Considerando que el casino comenzó sus operaciones el año 2008, se tiene en cuenta que lo más probable es que en los primeros años de operación se haya invertido una cantidad mayor a los años recientes. Es por este motivo que el indicador de activos fijos sobre ventas que se usará en las proyecciones de los activos fijos no será el promedio de todos los años, sino que se considerará como supuesto, el resultado del último año, es decir el del año 2016.

El cálculo del indicador de activos fijos sobre ventas se muestra en la siguiente tabla.

	Capex UF					Promedio
	2016	2015	2014	2013	2012	
Activo Fijo	\$ 132.590	\$ 156.325	\$ 216.597	\$ 292.410	\$ 268.478	
Ventas	\$ 1.339.997	\$ 1.260.343	\$ 1.133.017	\$ 1.084.595	\$ 1.171.704	
Ratio (ACTF/VTA)	9,89%	12,40%	19,12%	26,96%	22,91%	18,26%

Tabla 31: Ratio ACTF/VTA promedio

Por ende, según lo descrito en el párrafo anterior la tasa usada para calcular la proyección de la inversión en nuevos activos será 9,9%.

Finalmente se aplica la tasa indicada a las ventas previamente proyectadas para luego sacar la diferencia entre los activos fijos de todos los años con respecto a su año anterior. De esta manera la proyección de la inversión en CAPEX queda como muestra la siguiente tabla.

Capex Proyectado UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	\$ 1.416.614	\$ 1.494.493	\$ 1.582.543	\$ 1.680.230	\$ 1.788.880
Ratio (ACTF/VTA) relevante	9,89%	9,89%	9,89%	9,89%	9,89%
Activo Fijo	\$ 140.171	\$ 147.877	\$ 156.589	\$ 166.255	\$ -
<b>Inversión en Capex</b>	<b>\$ 7.581</b>	<b>\$ 7.706</b>	<b>\$ 8.712</b>	<b>\$ 9.666</b>	<b>\$ -</b>

Tabla 32: Proyección de la Inversión en CAPEX

## 9.4 Capital de Trabajo

Para el cálculo de la Inversión en Capital de Trabajo se calcula previamente el CTON el cual consiste en la diferencia entre cuentas de activos corrientes, tales como efectivo, cuentas por cobrar e inventario, y pasivos corrientes, tales como cuentas por pagar.

Luego se calcula el RCTON, el cual es la división entre el CTON y los Ingresos por Venta. Al multiplicar el RCTON por los días de un año (para este caso asumimos 360 días) se obtienen los Días de Ventas. Finalmente se promedian los Días de Venta y a este valor se le multiplican las ventas proyectadas diarias, es decir, las ventas proyectadas para cada año divididas por los días de un año, con lo que se obtiene la necesidad de Inversión en Capital de Trabajo.

En las siguientes tablas se muestran los resultados de los cálculos mencionados en el párrafo anterior.

	2016	2015	2014	2013	2012
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 6.134.373.000	\$ 6.558.612.000	\$ 6.108.323.000	\$ 1.055.086.000	\$ 1.687.429.000
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	\$ 421.564.000	\$ 526.857.000	\$ 370.088.000	\$ 310.488.000	\$ 297.907.000
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 258.006.000	\$ 27.240.000	\$ 14.984.000	\$ 22.072.000	\$ 10.509.000
Inventario corriente	\$ 525.763.000	\$ 446.604.000	\$ 389.698.000	\$ 357.966.000	\$ 363.540.000
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 1.435.009.000	\$ 1.357.199.000	\$ 1.366.651.000	\$ 1.932.159.000	\$ 1.944.965.000
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 530.852.000	\$ 1.397.776.000	\$ 543.603.000	\$ 1.003.450.000	\$ 570.462.000
<b>CTON( En millones de CLP)</b>	<b>\$ 5.373.845.000</b>	<b>\$ 4.804.338.000</b>	<b>\$ 4.972.839.000</b>	<b>\$ -1.189.997.000</b>	<b>\$ -156.042.000</b>
Ingresos Ordinarios	\$ 35.306.203.000	\$ 32.301.447.000	\$ 27.902.930.000	\$ 25.281.441.000	\$ 26.762.608.000
<b>Ratio CTON/VENTAS</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,9%</b>	<b>17,8%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>-0,6%</b>
<b>Días de Ventas</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>64</b>	<b>-17</b>	<b>-2</b>
<b>Promedio Días ventas</b>					<b>57</b>

Tabla 33: CTON y Promedio de días de Ventas

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Ordinarios totales	\$ 1.339.997	\$ 1.416.614	\$ 1.494.493	\$ 1.582.543	\$ 1.680.230	\$ 1.788.880
Ingresos Ordinarios diarios	\$ 3.671	\$ 3.881	\$ 4.095	\$ 4.336	\$ 4.603	\$ 4.901
<b>Capital necesario</b>	<b>\$ 203.957</b>	<b>\$ 223.162</b>	<b>\$ 235.431</b>	<b>\$ 249.302</b>	<b>\$ 264.690</b>	<b>\$ 281.806</b>
<b>Deficit Capital Trabajo</b>	<b>\$ -19.206</b>	<b>\$ -12.269</b>	<b>\$ -13.871</b>	<b>\$ -15.389</b>	<b>\$ -17.116</b>	<b>\$ -</b>

Tabla 34: Necesidad de Capital de Trabajo

Como supuesto se tiene en Tabla 33, que para calcular el promedio de días de ventas se utilizan solo los días de ventas positivos, dado que, si se promedian los negativos, los resultados arrojan necesidades de capital de trabajo muy bajas, lo cual no se condice con el capital de trabajo necesario para el año 2016.

## 9.5 Flujo de Caja Libre proyectado.

Luego de haber realizado las estimaciones del flujo de caja bruto, la inversión en reposición, las nuevas inversiones en activos fijos y las necesidades de capital de trabajo se procede a calcular el flujo de caja libre proyectado de la compañía y se descuentan dichos flujos para llegar al valor presente de la compañía.

Flujo de caja proyectado UF	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ganancia (Pérdida)	\$ 126.100	\$ 130.979	\$ 137.478	\$ 142.759	\$ 151.753	\$ 151.753
Gasto por depreciación y Amortización de Intan	\$ 113.136	\$ 119.356	\$ 126.388	\$ 134.190	\$ 142.867	\$ 142.867
Ingresos Financieros	\$ -9.095	\$ -9.095	\$ -9.095	\$ -9.095	\$ -9.095	\$ -9.095
Costos Financieros	-	-	-	-	-	-
Resultado por unidad de reajuste	\$ -8.595	\$ -9.067	\$ -9.601	\$ -10.194	\$ -10.853	\$ -10.853
Reversión de pérdidas por deterioro de valor r	-	-	-	-	-	-
Diferencias de cambio	\$ 11	\$ 11	\$ 12	\$ 13	\$ 14	\$ 14
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>\$ 221.557</b>	<b>\$ 232.184</b>	<b>\$ 245.181</b>	<b>\$ 257.672</b>	<b>\$ 274.685</b>	<b>\$ 274.685</b>
Inversión en reposición	\$ -56.007	\$ -59.086	\$ -62.567	\$ -66.429	\$ -142.867	\$ -142.867
Inversión en activo fijo (CAPEX)	\$ -7.581	\$ -7.706	\$ -8.712	\$ -9.666	\$ -	\$ -
Inversión capital de trabajo	\$ -12.269	\$ -13.871	\$ -15.389	\$ -17.116	\$ -	\$ -
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>\$ 145.700</b>	<b>\$ 151.522</b>	<b>\$ 158.513</b>	<b>\$ 164.461</b>	<b>\$ 131.818</b>	<b>\$ 131.818</b>
Flujo de Caja Libre Valor Terminal					\$ 1.746.165	
<b>VP Activos Operacionales</b>	<b>\$ 1.821.965</b>					

Tabla 35: Proyección del Flujo de Caja Libre y Valor Presente de Flujos

El flujo de caja del valor terminal se calculó con una perpetuidad sin crecimiento de caja en base a los flujos del año 2021, donde además no se consideran nuevas inversiones en activos fijos a partir del 2022.

Los flujos de caja total proyectada se deben descontar a la tasa  $\rho$  obtenida en la sección 6, la cual resultó ser 7,55%.

## 10. Estimación del precio de la acción.

Para poder llegar al valor del precio de la acción hay que realizar algunos ajustes más en el Valor Presente de los activos, determinado en la sección anterior, con el fin de llegar al valor del Patrimonio Económico. En la siguiente sección se realizará el cálculo de del Déficit en Capital de Trabajo, cuyo resultado se suman a dicho valor presente. Cabe destacar, que normalmente también se sumaría la Deuda Financiera y los Activos Prescindibles y al Valor Presente de la compañía para poder llegar al Patrimonio Económico, pero en este caso la compañía no cuenta con activos y pasivos de este tipo.

### 10.1 Déficit en Capital de Trabajo

El Déficit en Capital de trabajo de la compañía para el año 2016 será considerado como la diferencia entre el CTON proyectado del año 2017 y el CTON observado del año 2016 calculados en la sección 9.4.

Déficit de Capital de Trabajo		2016
CTON Obs Dic-2016	\$	203.957
CTON Est. Dic-2017	\$	223.162
<b>Déficit de Capital de Trabajo</b>	<b>\$</b>	<b>19.206</b>

Tabla 36: Déficit de Capital de Trabajo año 2016

### 10.2 Precio de la Acción

En la siguiente tabla se presenta el Patrimonio Económico y el valor del precio de la acción de Marina del Sol S.A. en UF y en pesos.

Valorización Económica de la Empresa UF	
VP Activos Operacionales	\$ 1.821.965
Activos Prescindibles	
Deuda Financiera	
Déficit de Capital de trabajo	\$ -19.206
<b>Patrimonio económico</b>	<b>\$ 1.802.759</b>
Numero de acciones	\$ 5.281.354.328
<b>Precio en UF</b>	<b>\$ 0,00034</b>
<b>Precio en CLP\$</b>	<b>\$ 9,0</b>

Tabla 37: Precio de la Acción al 31 de diciembre de 2016

En base al estudio realizado y los supuestos establecidos en este modelo de valorización, el valor económico de la acción de Marina del Sol S.A. al 31 de diciembre de 2016 es de CLP\$9,0 por acción.

## **11. Conclusiones**

Al término de este ejercicio, se encontró el precio de la acción de Marina de Sol S.A. mediante el método de flujo de caja descontado, el cual resulto ser de CLP\$ 9,0 al 31 de diciembre de 2016. Debido de la compañía es una sociedad anónima cerrada no se puede comparar el precio estimado en el presente trabajo con el precio de mercado, a pesar de lo anterior, este precio es una referencia del precio al que debiera transarse esta acción.

Se tiene en consideración el precio de la acción de Enjoy S.A, empresa que es comparable, a pesar de contar con un tamaño bastante superior al de Marina del Sol S.A. La acción de dicha empresa al cierre del 2016 es de CLP\$ 44,5, teniendo un patrimonio 8,6 veces el de Marina del Sol S.A., por lo que es de esperar un mayor precio.

Cabe destacar que se hicieron ciertos supuestos dentro de las proyecciones del flujo de baja libre que están sujetos al criterio del presente autor de este documento, lo cual puede distorsionar de alguna manera la valorización. Como punto a mejorar se tiene esto en mente, ya que si Marina del Sol S.A. hubiera proporcionado datos acerca de su plan de inversión y sobre la cantidad y distribución de maquina en los años proyectados se hubiese tenido una mejor referencia de dichas proyecciones.

En conclusión, se tiene que a pesar de los posibles inconvenientes, el método de flujo de caja descontado proporciona un valor de referencia bastante acertado a la valorización que debiese tener la compañía en el mercado.

## **Bibliografía**

### **Publicaciones de Marina del Sol S.A.:**

Estados Financieros 2012, Marina del Sola S.A.

Estados Financieros 2013, Marina del Sola S.A.

Estados Financieros 2014, Marina del Sola S.A.

Estados Financieros 2015, Marina del Sola S.A.

Estados Financieros 2016, Marina del Sola S.A.

### **Literatura**

Hamada, R. S. (1969). Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance. The Journal of Finance, 24, 13–31.

Rubinstein, M. E. (March de 1973). A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. The Journal of Finance, Vol. 28(No. 1), 167-181.

### **Otros**

[www.cmfchile.cl](http://www.cmfchile.cl)

[www.scj.gob.cl](http://www.scj.gob.cl)