



VALORACIÓN DE FORUS S.A.

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Sr. Guillermo López Bravo

Profesor Guía: Sr. Mauricio Jara Bertín

Santiago, Enero 2019

Dedicatoria

Para mi querida madre por su amor y constante apoyo.

Para mis hermanas y sobrinos por su alegría.

Tabla de Contenido

1	Resumen Ejecutivo	8
2	Metodología	9
3	Descripción de la Empresa e Industria.....	12
3.1	Descripción de la Empresa.....	12
3.1.1	Estrategia y Operación	13
3.1.2	Segmentos de Negocios	14
3.1.3	Filiales.....	15
3.1.4	Estructura Accionaria.....	16
3.2	Descripción de la Industria	17
3.2.1	Benchmark Nacional.....	19
3.2.2	Benchmark Internacional	19
3.3	Descripción del Financiamiento de la Empresa	21
3.4	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	22
3.4.1	Deuda Financiera de la Empresa.....	22
3.4.2	Patrimonio Económico de la Empresa	22
3.4.3	Estructura de Capital Objetivo.....	23
3.5	Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa.....	24
3.5.1	Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	24
3.5.2	Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	25
4	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	29

4.1	Análisis de Crecimiento	29
4.1.1	Tasas de Crecimiento Reales de Ventas de la Compañía.....	29
4.1.2	Tasas de Crecimiento Reales de Ventas de la Industria.....	29
4.2	Análisis de Costos de Operación	32
4.2.1	Costos de Venta	32
4.2.2	Gastos de Administración	33
4.3	Análisis de Cuentas no Operacionales	34
4.3.1	Otros Gastos por Función	35
4.3.2	Otras Ganancias (Pérdidas).....	35
4.3.3	Ingresos Financieros	35
4.3.4	Costos Financieros	35
4.3.5	Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas.....	36
4.3.6	Diferencias de Cambio.....	36
4.3.7	Resultados por Unidades de Reajuste	36
4.4	Análisis de Activos	37
4.4.1	Activos Operacionales	38
4.4.2	Activos no Operacionales	38
5.	Proyección de EERR.....	40
5.1	Supuestos Utilizados	40
5.1.1	Ingresos Operacionales	40
5.1.2	Costos Operacionales.....	40
5.1.3	Costos de Distribución	41

5.1.4	Gastos de Administración y Ventas	41
5.1.5	Depreciación y Amortización	43
5.1.6	Ingresos Financieros	44
5.1.7	Gastos Financieros	45
5.2	Proyección del Estado de Resultados.....	46
6	Proyección de Flujo de Caja Libre.....	47
6.1	Capex	47
6.2	Inversión en Capital de Trabajo	49
6.2.1	Análisis de Cuentas por Cobrar	49
6.2.1	Análisis de Cuentas por Pagar	50
6.2.2	Análisis de Inventarios.....	51
6.2.3	Inversión en Capital de Trabajo.....	52
6.2.4	Déficit o Superávit de KT	53
6.2.5	Activos Prescindibles.....	53
6.2.6	Deuda Financiera de la Compañía	54
6.2.7	Flujo de Caja Libre Proyectado	55
7	Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción.....	56
8	Conclusiones	57
9	Anexos	58
Anexo 9.1	Benchmark Nacional S.A.C.I. Falabella	58
Anexo 9.1.1	S.A.C.I. Falabella Ratios.....	58
Anexo 9.1.2	S.A.C.I. Falabella Beta Histórico.....	59

Anexo 9.1.3	S.A.C.I. Falabella Costo de Capital	60
Anexo 9.2	Benchmark Nacional Ripley Corp S.A	61
Anexo 9.2.1	Ripley Corp S.A Ratios.....	61
Anexo 9.2.2	Ripley Corp S.A Beta Histórico.....	62
Anexo 9.2.3	Ripley Corp S.A Costo de Capital	63
Anexo 9.3	Benchmark Internacional <i>Guararapes Confeções S.A</i>	64
Anexo 9.3.1	Guararapes Confeções S.A Ratios.....	64
Anexo 9.3.2	Guararapes Confeções S.A Beta Histórico.....	65
Anexo 9.3.3	Guararapes Confeções S.A Costo de Capital	66
Anexo 9.4	Benchmark Internacional <i>Arezzo Industria e Comercio S.A</i>	67
Anexo 9.4.1	Arezzo Industria e Comercio S.A Ratios	67
Anexo 9.4.2	Arezzo Industria e Comercio S.A Beta Histórico	68
Anexo 9.4.3	Arezzo Industria e Comercio S.A Costo de Capital.....	69
Anexo 9.5	Benchmark Internacional <i>Lojas Renner S.A</i>	70
Anexo 9.5.1	Lojas Renner S.A Ratios.....	70
Anexo 9.5.2	Lojas Renner S.A Beta Histórico	71
Anexo 9.5.3	Lojas Renner S.A Costo de Capital.....	72
Anexo 9.6	Benchmark Internacional <i>Marisa Lojas S.A.</i>	73
Anexo 9.6.1	<i>Marisa Lojas S.A.</i> Ratios.....	73
Anexo 9.6.2	<i>Marisa Lojas S.A.</i> Beta Histórico	74
Anexo 9.6.3	<i>Marisa Lojas S.A.</i> Capital de Trabajo.....	75
Anexo 9.7	Estructura de Capital de Forus S.A. (Bloomberg)	76

Anexo 9.7.1	Estructura de Capital Primer Semestre 2018	76
Anexo 9.7.2	Costo de la Deuda Primer Semestre 2018.....	77
Anexo 9.7.3	Costo de Capital Primer Semestre 2018.....	78
Anexo 9.7.4	Estructura de Capital año 2017	79
Anexo 9.7.5	Costo de la Deuda año 2017	80
Anexo 9.7.6	Costo de Capital año 2017	81
Anexo 9.8	Resultados de Regresiones para Cálculo del Beta de la Acción	82
Anexo 9.8.1	Resumen al 30 de Junio de 2014.....	82
Anexo 9.8.2	Resumen al 30 de Junio de 2015.....	83
Anexo 9.8.3	Resumen al 30 de Junio de 2016.....	84
Anexo 9.8.4	Resumen al 30 de Junio de 2017.....	85
Anexo 9.8.5	Resumen al 30 de Junio de 2018.....	86

1 Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es obtener una valoración económica de la compañía Forus S.A. con fecha 30 de junio de 2018. La metodología utilizada fue Flujos de Caja Descontados, primero se determinó la tasa de costo de capital para la Forus S.A. (WACC), considerando la estructura de capital objetivo como promedio histórico de los últimos cinco años. Asimismo, se proyectó tanto el Estado de Resultados como el Estado de Flujo de Caja hasta el año 2022 para la compañía.

Como resultado de la valoración se obtuvo un precio por acción de \$1.653 al 30 de junio de 2018, comparado con el precio de cierre en la misma fecha de \$2.089, resultando en un potencial downside de 20,88%.

2 Metodología

La metodología utilizada para la valorización de Forus S.A. corresponde a Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías¹.

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

¹ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

3 Descripción de la Empresa e Industria

3.1 Descripción de la Empresa

Razón Social	Forus S.A.
Rut	86963200-7
Nemotécnico	Forus
Industria	Retail: Industria calzado, ropa y accesorios
Tipo de Operación	La Sociedad Matriz Forus S.A., R.U.T. 86.963.200-7, es una Sociedad anónima abierta, que se constituyó bajo la razón social de Comercial Hush Puppies Chile Ltda., según escritura pública de fecha 29 de agosto de 1980, en la Notaría Enrique Morgan Torres de la ciudad de Santiago. La Sociedad se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) ex Superintendencia de Valores y Seguros con fecha 30 de octubre de 1998 bajo el N° 649.
Filiales	Uruguay (Uruforus S.A.), Perú (Perú Forus S.A.) y Colombia (Forus Colombia S.A.S. y LBC S.A.S.)

Fuente: Elaboración propia

Forus S.A. es una empresa del sector 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 tiendas operadas directamente o a través de terceros con presencia en Uruguay (Uruforus S.A.), Perú (Perú Forus S.A.) y Colombia (Forus Colombia S.A.S. y LBC S.A.S.), actualmente en Chile cuenta 337 tiendas agrupadas en 17 formatos de tiendas por marca: Hush Puppies (61), Hush Puppies Kids (21), Rockford (37),

Columbia (21), Funsport (23), Azaleia (23), Nine West (7), Dhouse (26), Shoe Express (29), Merrell (19), Mountain Hardwear (3), CAT (26), Brooks (4), We Love Shoes (16), 7veinte (12), Billabong (9).

Las marcas que posee actualmente son: Hush Puppies, Hush Puppies Kids, RKF, Columbia, Cat, Merrell, Nine West, Mountain Hardwear, Azaleia, Sorel, Jansport, Calpany, Norseg, Patagonia footwear, We Love Shoes, Brooks, Pasqualini, Skullcandy, Burton, Billabong, Dakine, Von Zipper, Element, 7 Veinte, Sperry, Keds, RVCA, Body & Soul, Prana, Church's, y Montrail.

En diciembre de 2006, Forus concretó su apertura en Bolsa y ha continuado su crecimiento vía incorporaciones de nuevas marcas, nuevos conceptos de Retail y aumentando su presencia internacional.

3.1.1 Estrategia y Operación

Forus presenta una estrategia de negocios centrada en la venta y distribución de calzado, vestuario y accesorios, a través de la adquisición de licencias de marcas de amplio prestigio y consolidada presencia internacional. Adicionalmente, cuenta con marcas propias bien posicionadas, aunque éstas representan un porcentaje menor dentro de las ventas.

Registra una estrategia comercialización, cuyo énfasis radica en la entrega de un mayor valor a sus productos mediante un sistema de distribución multicanal, destacando la venta minorista a través de tiendas conceptuales de carácter propio. Gestiona sus operaciones a través del segmento retail, comercio mayorista (wholesale) y online.

Dados los segmentos en los que opera, con marcas principalmente orientadas a los grupos socioeconómicos de mayores ingresos, Forus compite por imagen (prestigio) y calidad. Entre los principales competidores destacan Gacel (calzado femenino), Guante (calzado masculino), Colloky (calzado para niños), Adidas (calzado deportivo), entre otras. En cuanto a la industria de vestuario, la competencia se compone por marcas como Náutica y Saville Row.

A Diciembre de 2017 las ventas de la Compañía alcanzaron a MM\$250.962, creciendo 3,8% respecto del año 2016 con un EBITDA consolidado de MM\$40.569 representando un 16,2% de los ingresos por venta, la utilidad registró un monto de \$26.697 millones, que representa un 10,6% de los ingresos por venta.

3.1.2 Segmentos de Negocios

Los segmentos de negocios de Forus S.A. están definidos de acuerdo a su canal de distribución, separándolos *Retail*, *E-Commerce* y *Wholesale*:

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

E-Commence (Digital): corresponde al segmento de negocio que realiza sus ventas online, apuntando directamente al consumidor final.

Wholesale: corresponde al segmento de negocio cuya venta se realiza a través de canal mayorista, donde sus principales clientes son Falabella, Cencosud y La Polar.

3.1.3 Filiales

Forus S.A. registra presencia en Uruguay, Perú y Colombia, a través de subsidiarias radicadas en dichos países.

FORUS S.A.			
Uruforus S.A.	Peruforus S.A.	Forus Colombia	LBC S.A.S
100%	99.99%	51,00%	49,00%

- Uruforus S.A. (Uruguay) (100%): Su objeto social es la fabricación, importación, exportación, comercialización, representación y distribución en cualquiera de sus formas en Uruguay, de calzados, artículos de cuero, vestimenta, textiles y otros artículos. Uruforus 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.
- Perú Forus S.A. (Perú) (99,99%): 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. (Colombia) (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.

- Lifestyle Brands of Colombia S.A.S. (Colombia) (49,00%): Su objeto social 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.

3.1.4 Estructura Accionaria

Los 12 principales accionistas a junio de 2018 indicando su participación de acuerdo a la Comisión para el Mercado Financiero (en adelante CMF):

Nombre	Propiedad (%)
Inversiones Costanera Limitada	63,03%
Moneda SA afi para pionero fondo de inversión	3,77%
Comercial Trends Limitada	2,94%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	2,84%
AFP Habitat SA para fdo pensión c	2,26%
Banco Itau Corpbanca por cta de inversionistas extranjeros	1,91%
Asesorías e Inversiones Santa Francisca Limitada	1,81%
Compass Small Cap Chile fondo de inversión	1,63%
Banco Santander por cuenta de inv extranjeros	1,50%
AFP Habitat SA fondo tipo a	1,30%
BTG Pactual Chile SA c de b	1,24%
AFP Habitat SA fondo tipo b	1,22%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero

3.2 Descripción de la Industria

El sector industrial donde se desempeña Forus S.A. es el Retail de especialidad, con foco en calzado, vestuario y accesorios. El negocio se desarrolla principalmente en centros comerciales, especialmente en formato *malls*, en el último tiempo se ha visto un creciente desarrollo de *malls* en formato *outlet*, lo cual amplía aún más el abanico de oportunidades a los consumidores. En líneas generales el crecimiento de la oferta de metros cuadrados ha mostrado un dinamismo menor en los últimos periodos, aunque siguen siendo demandadas las ubicaciones de mayor tráfico y afluencia de público, especialmente donde el consumidor cuenta con mayores ingresos. Además de lo anterior, la digitalización del consumo a través del E-Commerce ha cobrado fuerza y relevancia en los últimos periodos, con crecimientos mayores a los del comercio tradicional. Esto ha implicado mayores inversiones en digitalización de la experiencia de compra, lo que abre un canal adicional para un consumidor cada vez más conectado, que está iniciando en la web el proceso de compra, para finalizarlo en alguno de los puntos físicos y/o en el mismo canal online.

No existen empresas nacionales que sean directamente comparables con Forus S.A., si consideramos que una empresa comparable es, idealmente, aquella con flujo de caja, potencial de crecimiento, y riesgo similar a la evaluada. Sin embargo, en la mayoría de los análisis, se define a las empresas comparables como otras firmas que estén en el mismo negocio o negocios que la que está siendo valorada. De acuerdo a lo anterior se ha tomado como benchmark nacional: S.A.C.I. Falabella y Ripley Corp S.A.

De acuerdo al análisis de múltiplos comparable de Bloomberg:

FORUS CI Equity		A Excel		Parámetros		Valuación relativa de acción				
Fuente comp Mejor correspondenci		Región Local		Mkt Cap > 128.51B		Curr CLP				
vs comps		Dinámica de grupo		vs sí misma						
Análisis de múltiplos de FORUS CI - Prima a comps										
Prima actual vs histórica promedio de 2año				Intervalo histórico de primas a 2año		3M 6M 1año 2año 5año				
Métrica	Actual	Prom his.	Dif	Núm.	Tendenci.	Mín	Rango	Máx	Implicito @ prom hist	Múltiplo Precio (CLP)
Precio actual							● Current ● Hist Avg			1,905.90
1) BF PER	-4%	0%*	-4%	-0.4		-21%		23%	17.8x	1,982.75
2) BF EV/EBITDA	-14%	0%*	-14%	-1.2		-26%		29%	11.0x	2,192.84
3) BF EV/EBIT	-33%	--	--	--		-35%		6%	--	--
4) BF EV/ing	0%	22%*	-22%	-1.0		-15%		71%	1.9x	2,275.13
5) LF P/VC	-31%	-14%	-17%	-1.3		-41%		9%	2.9x	2,361.83
) Todo competidor abajo		
Resumen de múltiplos actuales										
Nombre	Corr 2A	Cap merc (CLP)	BF PER	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/ing	LF P/VC			
1) Forus SA		492.62B	17.2x	9.5x	10.4x	1.6x	2.4x			
Prima actual a media comps			-4%	-14%	-33%	0%	-31%			
Media (Including FORUS CI)		1.25T	17.9x	11.0x	15.5x	1.6x	3.4x			
2) Guararapes Confeccões SA	0.08	1.04T	10.7x	5.9x	8.2x	0.9x	1.4x			
3) Arezzo Industria e Comercio SA	0.07	676.44B	21.3x	14.4x	21.0x	2.3x	5.8x			
4) Lojas Renner SA	0.05	3.85T	21.7x	12.4x	15.3x	2.6x	6.4x			
5) Marisa Lojas SA	0.05	167.75B	--	6.2x	17.6x	0.5x	1.1x			
Los valores en gris se excluyen de estads.										
10 Analizar lista										
<small> Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P. SN 219469 CLT GMT-4:00 6664-1710-0 07-Aug-2018 17:53:52 </small>										

Fuente: Bloomberg

3.2.1 Benchmark Nacional

Como benchmark nacional de acuerdo a la operación de Forus S.A., se han seleccionado a S.A.C.I. Falabella y Ripley Corp S.A (Chile):

S.A.C.I. Falabella: S.A.C.I. posee diversas categorías de servicios minoristas (banca, crédito de consumo, seguros, viajes), negocios minoristas (tiendas departamentales, mejoras del hogar, supermercados, muebles, electrónica) e inmuebles. Además, ha desarrollado el canal digital para todas sus empresas. Opera en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay y México (Mayor información ver Anexo 9.1 Benchmark Nacional S.A.C.I. Falabella).

Ripley Corp S.A: Opera grandes almacenes en Chile y Perú, ofrece una tarjeta de crédito, opera Banco Ripley y tiene participaciones en centros comerciales en Chile. Los almacenes Ripley ofrecen ropa, accesorios y muebles para el hogar (Mayor información ver Anexo 9.2 Benchmark Nacional Ripley Corp S.A).

3.2.2 Benchmark Internacional

Como benchmark internacional de acuerdo a la operación de Forus S.A., se han seleccionado: Guararapes Confecções S.A., Arezzo Industria e Comercio S.A, Lojas Renner S.A., y Marisa Lojas S.A.

Guararapes Confecções S.A (Brazil): Acaba fibras textiles para producir diversos productos de vestuario. Distribuye y comercializa sus productos en todo Brasil (Mayor información ver Anexo 9.3 Benchmark Internacional *Guararapes Confecções S.A*).

Arezzo Industria e Comercio S.A (Brazil): Diseña, desarrolla y distribuye calzado, bolsos y accesorios para mujeres. Gestiona marcas que se distribuyen a través de una red de tiendas propias y en franquicia y minoristas multimarca mayormente en Brasil (Mayor información ver Anexo 9.4 Benchmark Internacional *Arezzo Industria e Comercio S.A*).

Lojas Renner S.A. (Brazil): Diseña, confecciona y vende ropa de moda, calzado y ropa interior para mujeres, hombres, jóvenes y niños bajo once marcas propias de su concepto estilo de vida. La empresa vende también accesorios y cosméticos a través de dos marcas propias y ofrece mercancía de otras marcas en algunas de sus categorías de productos. (Mayor información ver Anexo 9.5 Benchmark Internacional *Lojas Renner S.A*).

Marisa Lojas S.A. (Brazil): Es una empresa de moda femenina brasileña destinada a la clase media. Fundada hace más de 64 años, posee y opera tiendas de venta minorista y establecimientos en centros comerciales. También provee una plataforma de servicios financieros que ofrece financiación a sus clientes (Mayor información ver Anexo 9.6 Benchmark Internacional *Marisa Lojas S.A.*).

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. Los principales pasivos incluyen obligaciones bancarias por cartas de crédito para comercio exterior, cuentas por pagar, deudas con proveedores y acreedores.

La deuda financiera de Forus S.A. obedece principalmente a obligaciones con bancos locales y extranjeros en UF y US\$ y un contrato de arrendamiento financiero con Metlife Chile Seguros de Vida de acuerdo a Bloomberg para efectos de esta valorización se considera como costo de la deuda de la empresa un 3,17% anual al 2017 (4,3% al 2018Q1) (Mayor información ver Anexo 9.7 Estructura de Capital de la Empresa Bloomberg).

3.4 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

3.4.1 Deuda Financiera de la Empresa

Para efectos de estudio, se utilizaron los Estados Financieros de Forus S.A. consolidados bajo Norma IFRS desde el año 2014 al 30 de Junio de 2018.

Cifras en UF	2014	2015	2016	2017	jun-18
Deuda con bancos ²	130.729	130.232	135.299	157.522	103.755
Deuda con bonos					
Otras deudas financieras					
Total	130.729	130.232	135.299	157.522	103.755

Fuente: Elaboración propia

3.4.2 Patrimonio Económico de la Empresa

Se obtienen datos desde año 2014 al 30 de Junio 2018, considerando la emisión de acciones suscritas y pagadas como también su precio transado en la Bolsa de Santiago.

Detalle	2014	2015	2016	2017	jun-18
Número de Acciones	258.469.000	258.469.000	258.469.000	258.469.000	258.469.000
Precio Cierre Ejercicio (\$)	2.480	1.750	2.255	2.770	2.089
Patrimonio Económico (UF)	26.032.561	17.648.725	22.121.149	26.716.747	19.880.935
<i>UF al Final del periodo (\$)</i>	<i>24.627,10</i>	<i>25.629,09</i>	<i>26.347,98</i>	<i>26.798,14</i>	<i>27.158,77</i>

Fuente: Elaboración propia

² Incluye financiamiento de largo plazo con Metlife.

3.4.3 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	2014	2015	2016	2017	jun-18
Deuda Financiera (B)	130.729	130.232	135.299	157.522	103.755
Patrimonio (P)	26.032.561	17.648.725	22.121.149	26.716.747	19.880.935
Valor Activos (V)	26.163.290	17.778.956	22.256.448	26.874.269	19.984.690

Fuente: Elaboración propia

Razones Financieras	2014	2015	2016	2017	jun-18
B/V	0,0050	0,0073	0,0061	0,0059	0,0052
P/V	0,9950	0,9927	0,9939	0,9941	0,9948
B/P	0,0050	0,0074	0,0061	0,0059	0,0052

Fuente: Elaboración propia

Razones Financieras	Promedio	Mínimo	Máximo	Mediana	Des. Est.
B/V	0,0059	0,0050	0,0073	0,0059	0,0009
P/V	0,9941	0,9927	0,9950	0,9941	0,0009
B/P	0,0059	0,0050	0,0074	0,0059	0,0009

Fuente: Elaboración propia

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 del Costo de Capital de la Empresa

3.5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Se realizaron regresiones en MS Excel³ bajo el modelo $R_{i,t} = \alpha + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon$ para calcular el beta de Forus S.A

Donde:

$R_{i,t}$: Retorno del activo i durante el período t

$R_{m,t}$: Retorno del proxy de mercado durante el período t

Fueron tomando dos años de retornos semanales para cada beta de la acción de Forus S.A. entre los años 2014 al 2018 (al 30 de Junio de cada año).

Razones Financieras	jun-14	jun-15	jun-16	jun-17	jun-18
Beta	0,5486	0,3495	0,7539	0,5833	1,2205
P-Value	0%	9%	0%	1%	0%
Presencia Bursátil	96,11%	88,33%	85,00%	88,89%	93,33%
Observaciones	104	104	104	104	104

Fuente: Elaboración propia

³ Mayor información ver Anexo 9.8 Resultados de regresiones para cálculo del Beta de la acción.

3.5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

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

Tasa Libre de Riesgo (R_f): Corresponde al BTU a 30 años observado al 29 de junio de 2018, con un valor de 2,31% real anual.

Premio de Mercado ($R_m - R_f$): Equivalente a un 6,26%⁴ real anual. Como supuesto se asume que es el premio del IPSA sobre la tasa libre de riesgo.

Tasa de Impuesto (T): Equivalente a 27%, aplicable a las utilidades de las firmas.

Costo de la Deuda (K_b): A partir de información extraída de Bloomberg, se estima que el costo de la deuda de Forus S.A. a pesar de no emitir bonos y para efectos de esta valoración se considera el costo financiero de más largo plazo que posee Forus S.A., correspondiente a un leasing con Metlife a una tasa de interés nominal de 6,9% por tanto se determina un costo de la deuda real de 4,3%⁵.

$$K_b = 4,3\% \text{ anual, real.}$$

Beta de la Deuda (β_B): Utilizando el modelo de CAPM, $K_d = R_f + \beta_B(R_m - R_f)$ se obtiene el Beta de la Deuda.

$$\beta_B = 0,3179$$

Beta de la Acción ($\beta_p^{c/d}$): Se utiliza el beta obtenido en la sección 3.5.1 para el 30 de junio de 2018.

⁴ Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2018.

⁵ Costo de la deuda real = Costo de la deuda nominal – Inflación, es decir: Costo de la deuda real=6,9%-2,54%=4,3%.

$$\beta_p^{c/d} = 1,2205$$

Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_p^{s/d} = \beta_a^{s/d}$): Para obtener el Beta Patrimonial sin Deuda, se utiliza la fórmula de Rubinstein considerando una deuda riesgosa con una tasa de impuesto efectiva promedio equivalente a 21,72%⁶:

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

Utilizando las razones financieras de la empresa al 30 de junio de 2018.

Razones Financieras	jun-18
B/V	0,0052
P/V	0,9948
B/P	0,0052

Fuente: Elaboración propia

$$\beta_p^{s/d} = \beta_a^{s/d} = 1,2168$$

⁶ Fuente Bloomberg

Impuesto	2014	2015	2016	2017	jun-18	Promedio
Tasa Impositiva Efectiva (*)	18,97%	21,32%	22,81%	22,53%	22,96%	21,72%

Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_p^{c/d}$): A fin de obtener el Beta Patrimonial con la Estructura de Capital Objetivo se utilizaron las razones financieras objetivos a partir del promedio de todos los años, considerando una tasa de impuestos de largo plazo equivalente a 27%.

Razones Financieras	Promedio
B/V	0,0059
P/V	0,9941
B/P	0,0059

Fuente: Elaboración propia

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

$$\beta_p^{c/d} = 1,2207$$

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

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

$$K_p = 9,95\%$$

Costo de Capital (K_o): 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.

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

$$K_o = 10,04\%$$

4 Análisis Operacional del Negocio e Industria

4.1 Análisis de Crecimiento

4.1.1 Tasas de Crecimiento Reales de Ventas de la Compañía

La siguiente tabla detalla la evolución de las ventas para Forus S.A. entre los años 2014 y junio de 2018.

En UF	2014	2015	2016	2017	jun-17	jun-18
Ventas	9.510.111,30	9.106.665,63	9.173.725,96	9.364.898,50	4.947.529,90	4.750.485,50
Crecimiento	14,48%	-4,24%	0,74%	2,08%		-3,98%

Fuente: Elaboración propia

4.1.2 Tasas de Crecimiento Reales de Ventas de la Industria

La siguiente tabla detalla la evolución de las ventas para la industria definida en la sección 3.2 entre los años 2014 y junio de 2018.

Ventas (USD MM)	2014	2015	2016	2017	jun-17	jun-18
SACI Falabella	13.318,61	12.830,91	12.711,20	13.831,13	6.554,99	7.320,69
Ripley Corporación SA	2.631,99	2.361,56	2.365,69	2.582,92	1.197,58	1.319,77
Guararapes Confecções SA	2.013,90	1.678,02	1.710,09	2.019,08	905,06	960,30
Arezzo Industria e Comercio SA	448,48	341,42	357,84	426,23	196,92	206,19
Lojas Renner SA	2.222,05	1.872,38	1.863,13	2.332,27	1.021,10	1.068,47
Marisa Lojas SA	1.424,60	964,31	823,84	900,91	417,42	374,41

Fuente: Elaboración propia

Crecimiento de las ventas para la industria

En porcentaje	2014	2015	2016	2017	jun-18
SACI Falabella	-1,04%	-3,66%	-0,93%	8,81%	11,68%
Ripley Corporación SA	-5,27%	-10,27%	0,17%	9,18%	10,20%
Guararapes Confecções SA	6,47%	-16,68%	1,91%	18,07%	6,10%
Arezzo Industria e Comercio SA	0,19%	-23,87%	4,81%	19,11%	4,71%
Lojas Renner SA	9,38%	-15,74%	-0,49%	25,18%	4,64%
Marisa Lojas SA	-1,05%	-32,31%	-14,57%	9,35%	-10,30%
Promedio	1,45%	-17,09%	-1,52%	14,95%	4,50%

Fuente: Elaboración propia

A partir de los antecedentes que proporciona la Cámara Nacional de Comercio se tiene un proxy del crecimiento del mercado del calzado, tomando como base 100 al año 2013 en la Región Metropolitana.

	2013	2014	2015	2016	2017
Calzado	100,0	113,9	125,8	138,8	143,6
Crecimiento	-	13,9%	10,4%	10,3%	3,5%

Fuente: Elaboración propia

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

Tras sopesar las tasas de crecimiento de Forus S.A., de su industria y datos de la CNC es razonable estimar una tasa de crecimiento del 2,05% para los próximos años, basado en una ponderación de un 50% para promedio del crecimiento orgánico de Forus, un 40% para el promedio de la industria, y un 10% para la CNC.

	Ponderación	Tasa
Forus S.A.	50,00%	0,91%
Comparables	40,00%	0,18%
CNC	10,00%	0,95%
Tasa de Crecimiento		2,05%

Fuente: Elaboración propia

4.2 Análisis de Costos de Operación

Descripción de los costos de operación de la Forus S.A.

4.2.1 Costos de Venta

Los costos de venta de Forus S.A. se componen principalmente de los costos de adquisición y costos de producción de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, involucrando seguros, gastos e impuestos no recuperables, entre otros. Su evolución en los últimos años ha sido la siguiente:

En M UF	2014	2015	2016	2017	jun-17	jun-18
Costos	4.296,22	4.191,71	4.255,73	4.274,04	2.215,72	2.069,48
Crecimiento	22,99%	-2,43%	1,53%	0,43%		-6,60%

Fuente: Elaboración propia

4.2.2 Gastos de Administración

Tomando Junio de 2018.

	jun-18	
	MS	%
Remuneraciones	19.623.177	39,47%
Arriendos y gastos comunes	11.783.544	23,70%
Depreciaciones, amortizaciones y deterioros	2.767.294	5,57%
Asesorías y servicios profesionales	927.706	1,87%
Servicios básicos	726.989	1,46%
Gastos computacionales	965.973	1,94%
Materiales e insumos	733.200	1,47%
Comisión por venta con tarjetas	1.681.461	3,38%
Publicidad	3.733.265	7,51%
Royalty	3.530.498	7,10%
Otros	3.243.766	6,52%
Total	49.716.873	100,00%

Fuente: EEFF junio 2018

Entre los GAV de Forus S.A. 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 publicidad y 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 2014 a Junio-2018

En UF	2014	2015	2016	2017	jun-17	jun-18
Costo de Venta	4.296.222	4.191.708	4.255.729	4.274.041	2.215.720	2.069.480
Costo de Distribución	98.085	88.222	99.423	102.883	52.692	58.617
GAV (sin Dep&Amort)	3.099.025	3.157.648	3.218.974	3.474.098	1.731.031	1.728.708
Depreciación & Amortización	297.180	306.087	276.973	221.967	107.803	101.893

Fuente: Elaboración propia

4.3 Análisis de Cuentas no Operacionales

Cifras en UF	2014	2015	2016	2017	jun-17	jun-18
Otros gastos, por función	-35.262	-13.161	-11.867	-22.214	-13.814	-6.999
Otras ganancias (pérdidas)	-7.122	11.572	-1.840	-12.523	-7.459	332
Ingresos financieros	35.881	22.301	57.466	43.139	26.401	26.317
Costos financieros	-22.197	-15.586	-13.927	-14.385	-6.890	-7.532
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos	23.012	15.672	-3.257	-6.412	-3.383	-8.981
Diferencias de cambio	107.344	155.161	-65.498	-51.788	1.861	33.340
Resultados por unidades de reajuste	7.613	4.233	1.606	1.394	-707	-103

Fuente: Elaboración propia

4.3.1 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 junio de 2018.

4.3.2 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 junio de 2018.

4.3.3 Ingresos Financieros

Dado que Forus S.A. presenta una caja con excedentes, estos son invertidos por terceros (BTG Pactual, Credicorp Capital, Banchile Inversiones, UBS Financial Services Inc.) 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.

4.3.4 Costos Financieros

Forus S.A. 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.

4.3.5 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.

4.3.6 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 junio de 2018.

4.3.7 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 junio de 2018.

Activos	30-Jun-18 UF	% del Total
Activos Corrientes		
Efectivo y equivalentes al efectivo (Operacional)	146.351	1,63%
Otros activos financieros corrientes (Operacional)	3.033.656	33,85%
Otros activos no financieros, corriente	158.919	1,77%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes (Operacional)	1.048.088	11,69%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente (Operacional)	18	0,00%
Inventarios (Operacional)	2.866.354	31,98%
Activos por impuestos corrientes	90.378	1,01%
Activos corrientes totales	7.343.764	81,94%
Activos No Corrientes		
Otros activos financieros no corrientes (Operacional)	956	0,01%
Otros activos no financieros no corrientes	95.177	1,06%
Derechos por cobrar no corrientes	6.679	0,07%
Inver. Contabilizadas con el método de la participación (Oper.)	74.830	0,83%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	75.565	0,84%
Plusvalía	221.892	2,48%
Propiedades, plantas y equipos (Operacional)	1.081.538	12,07%
Activos por impuestos diferidos	62.151	0,69%
Total de activos no corrientes	1.618.787	18,06%
Total de Activos	8.962.552	100,00%

Fuente: EEFF Junio 2018

4.4.1 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 2017 de la empresa.

4.4.2 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 EEFF, pero es muy poco significativa representando solamente el 0,07% 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: Para los años 2018 y 2022 se considera un crecimiento real de 2,05% 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 Histórico (%)	2014	2015	2016	2017	jun-17	jun-18
Total	51,22%	50,47%	50,79%	51,75%	52,46%	53,26%
Comparables	47,61%	46,97%	47,97%	49,14%	49,70%	50,09%
Forus S.A.	54,82%	53,97%	53,61%	54,36%	55,22%	56,44%

Fuente: Elaboración propia

Margen Bruto Proyectado (%)	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Forus S.A.	53,26%	53,26%	53,26%	53,26%	53,26%

Fuente: Elaboración propia

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 2018 se proyectó el mismo porcentaje sobre ventas de Junio 2018.

Costos de Distribución Históricos (en UF)	2014	2015	2016	2017	jun-18	Promedio
Ingresos	9.510.111	9.106.666	9.173.726	9.364.898	4.750.485	8.381.177
Costos de distribución	- 98.085	- 88.222	- 99.423	- 102.883	- 58.617	- 89.446
<i>Costos dist./Ingresos</i>	1,03%	0,97%	1,08%	1,10%	1,23%	1,08%

Fuente: Elaboración propia

Costos de Distribución Históricos (en UF)	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Ingresos	9.556.464	9.751.948	9.951.430	10.154.994	10.362.721
Costos de distribución	- 117.918	- 105.642	- 107.803	- 110.008	- 112.258
<i>Costos dist./Ingresos</i>	1,23%	1,08%	1,08%	1,08%	1,08%

Fuente: Elaboración propia

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 5,74% mayor al crecimiento proyectado de los ingresos. Esta diferencia se obtiene al comparar el crecimiento promedio de las remuneraciones y de las ventas entre 2014 y 2017, de 7,56% y 1,82% 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 en 2015 y 2017. Corresponde a un 7,23% en relación a las ventas totales.

Publicidad: Para el gasto en publicidad se estableció como tasa de crecimiento el promedio de crecimiento registrado en 2014 y junio-2018. Corresponde a un 3,49% que se utilizará para las proyecciones.

Royalty: Se asumió una tasa de Royalty sobre Ingresos de 2,35% que corresponde al promedio de crecimiento registrado en 2015 y 2017. Si bien durante el 2014 el gasto por royalty tuvo un fuerte crecimiento de 29,6% respecto al 2013, en los últimos años ha descendido considerablemente.

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 y luego un promedio histórico que corresponde a un 16,45%, tasa que se utilizará para proyectar los flujos futuros.

	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
GAV - Crec. Remuneraciones	5,74%	5,86%	5,98%	6,10%	6,23%
GAV - Arriendos / Ventas Totales	7,23%	7,23%	7,23%	7,23%	7,23%
GAV - Publicidad / Ingresos Totales	3,49%	3,49%	3,49%	3,49%	3,49%
GAV - Royalty / Ingresos Totales	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
GAV - Otros GAV / GAV Totales	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%

Fuente: Elaboración propia

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 2017, a modo de determinar los periodos de vida promedio para las cuentas de Activo Fijo:

Movimientos año 2017 (MS)	Construcciones en curso	Terrenos	Edificios	Planta y equipos	Equipamientos de TI	Instalaciones fijas y accesorios	Vehículos de motor	Mejoras de bienes arrendados	Otros
Saldo al 01.01.2017	373.977	4.070.426	8.217.299	-	506.333	730.843	16.106	14.777.920	500.545
Adiciones	83.881	-	-	-	311.504	413.024	20.533	5.346.718	152.875
Retiros	-	-	-	-	15.367	15.548	-	379.254	13.650
Gastos por depreciación	-	-	406.435	-	281.637	233.740	7.571	3.656.815	184.652
Pérdida por deterioro	184.236	-	2.712	-	-	20.088	-	140.274	-
Otros incrementos (decrementos) por cambios de moneda extranjera	11.023	-	91.536	-	5.893	2.165	172	209.819	8.973
Otros incrementos (decrementos)	133.963	-	-	-	-	205.648	-	205.648	-
Cambios totales	245.341	-	500.683	-	8.607	347.131	12.790	754.908	54.400
Saldos al 31.12.2017	128.636	4.070.426	7.716.616	-	514.940	1.077.974	28.896	15.532.828	446.145
Años de depreciación:			20,22		1,80	3,13	2,13	4,04	2,71

Fuente: EEFF año 2017

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

Cifras en UF	2017	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Activo Bruto Actual	2.603.864	2.571.735	2.571.735	2.571.735	2.571.735	2.571.735
Depreciación Acumulada	- 1.724.394	- 1.502.427	- 1.807.622	- 2.105.487	- 2.329.820	- 2.386.518
<i>Gasto por depreciación Activo actual</i>	221.967	- 305.195	- 297.864	- 224.333	- 56.698	- 15.021
Activo Fijo Neto Actual	1.101.437	764.112	466.248	241.915	185.217	170.196
CAPEX Tiendas			233.700	233.700	233.700	233.700
<i>Gasto por depreciación Capex Tiendas</i>				- 57.829	- 115.659	- 173.488
CAPEX TI			16.562	16.562	16.562	16.562
<i>Gasto por depreciación Capex TI</i>				- 9.212	- 18.425	- 27.637
<i>Gasto Total por Depreciación</i>	221.967	- 305.195	- 297.864	- 291.375	- 190.781	- 216.146

Fuente: Elaboración propia

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	2013	2014	2015	2016	2017	jun-18
Efectivo y Equivalentes	359,66	156,90	255,29	154,40	162,89	146,35
Otros Activos Financieros corrientes	1.445,23	1.519,44	2.149,57	2.341,61	2.814,45	3.033,66
Inv. contabilizadas utilizando el método de la participación	133,45	158,75	154,06	153,65	79,11	74,83
Saldo Promedio Total		1.741	2.041	2.450	2.737	3.079
Ingresos Financieros		35,88	22,30	57,47	43,14	26,32
Tasa de Interés promedio		2,06%	1,09%	2,35%	1,58%	0,85%

Cifras en M UF	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Efectivo y Equivalentes	146,35	146,35	146,35	146,35	146,35
Otros Activos Financieros corrientes	3.034	3.610	4.296	5.112	6.084
Inv. contabilizadas utilizando el método de la participación	74,83	74,83	74,83	74,83	74,83
Saldo Promedio Total	3.180	3.468	4.099	4.850	5.744
Ingresos Financieros	39,70	55,01	65,02	76,93	91,11
Tasa de Interés promedio	1,25%	1,59%	1,59%	1,59%	1,59%

Fuente: Elaboración propia

5.1.7 Gastos Financieros

Deuda de corto plazo: se compone básicamente de boletas de garantía y cartas a crédito. Posee una tasa de 6,9% real a junio de 2018. El saldo promedio de deuda de corto plazo para Junio de 2018 es UF 62.843, que se considerará constante para el periodo 2019 – 2022.

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	2014	2015	2016	2017	jun-18	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Ingresos de actividades ordinarias	9.510.111	9.106.666	9.173.726	9.364.898	4.750.485	9.556.464	9.751.948	9.951.430	10.154.994	10.362.721
Costo de ventas	- 4.296.222	- 4.191.708	- 4.255.729	- 4.274.041	- 2.215.720	- 4.466.595	- 4.557.962	- 4.651.198	- 4.746.342	- 4.843.432
Ganancia bruta	5.213.889	4.914.958	4.917.997	5.090.858	2.534.765	5.089.869	5.193.985	5.300.232	5.408.652	5.519.289
Otros ingresos, por función	13.898	93.387	12.656	56.844	8.791	56.844	56.844	56.844	56.844	56.844
Costos de distribución	-98.085	-88.222	-99.423	-102.883	-58.617	-103.524	-105.642	-107.803	-110.008	-112.258
Gasto de administración sin dep y amort.	-3.099.025	-3.157.648	-3.218.974	-3.474.098	-1.728.708	-3.369.655	-3.450.059	-3.532.584	-3.617.290	-3.704.245
Depreciación y Amortización	-297.180	-306.087	-276.973	-221.967	-107.803	-305.195	-297.864	-291.375	-190.781	-216.146
Otros gastos, por función	-35.262	-13.161	-11.867	-22.214	-6.999	-22.214	-22.214	-22.214	-22.214	-22.214
Otras ganancias (pérdidas)	-7.122	11.572	-1.840	-12.523	332	-12.523	-12.523	-12.523	-12.523	-12.523
Ingresos financieros	35.881	22.301	57.466	43.139	26.317	39.697	55.009	65.020	76.933	91.109
Costos financieros	-22.197	-15.586	-13.927	-14.385	-7.532	-14.117	-13.948	-13.767	-13.574	-13.574
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos ...	23.012	15.672	-3.257	-6.412	-8.981	0	0	0	0	0
Diferencias de cambio	107.344	155.161	-65.498	-51.788	33.340	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	7.613	4.233	1.606	1.394	-103	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuesto	1.842.766	1.636.581	1.297.965	1.285.966	684.803	1.359.181	1.403.588	1.441.830	1.576.039	1.586.283
Gasto por impuestos a las ganancias	-349.652	-348.951	-296.131	-289.758	-231.101	-366.979	-378.969	-389.294	-425.530	-428.296
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.493.114	1.287.630	1.001.835	996.208	453.702	992.202	1.024.619	1.052.536	1.150.508	1.157.987

Fuente: Elaboración propia

6 Proyección de Flujo de Caja Libre

6.1 Capex

Según información institucional de la empresa la inversión en CAPEX⁷ se ve destinada básicamente a la apertura de tiendas por montos cercanos a las UF250.690, pese a no señalar cuánto se destina a reposición y equipamiento.

Cifras en UF	2016	2017	2018
Capex	225.624	225.626	225.628

Fuente: Elaboración propia

Adicionalmente, la empresa debiese tener una apertura promedio de 2 tiendas anuales para mantener un adecuado nivel de ventas por cada una.

N° Tiendas	2013	2014	2015	2016	2017	1S2018
Uruguay	45	52	53	54	56	58
Colombia	37	44	49	50	54	52
Peru	66	75	80	76	69	64
Chile	273	295	320	321	337	336
Total	421	466	502	501	516	518
Apertura		45	36	-1	15	2

Fuente: Elaboración propia

⁷ <http://forus.cl/investors/>

	2013	2014	2015	2016	2017
N° Tiendas	421	466	502	501	516
Ventas/Tienda (UF)	19.731	20.408	18.141	18.311	18.149

Fuente: Elaboración propia

	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
N° Tiendas	518	520	522	524	526
Nuevas Tiendas – Orgánica (neto)	2	2	2	2	2
Ventas/Tienda (UF)	18.449	18.754	19.064	19.380	19.701

Fuente: Elaboración propia

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

	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
CAPEX Tiendas – Ampliación	150.416	150.416	150.416	150.416	150.416
CAPEX Tiendas – Reposición	100.277	100.277	100.277	100.277	100.277
CAPEX Total	250.693	250.693	250.693	250.693	250.693

Fuente: Elaboración propia

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 36 días aproximadamente.

Como criterio de proyección se asumió las últimas cifras observadas incluyendo Jun-18.

En UF	2014	2015	2016	2017	jun-18
Ventas Totales	9.510.111	9.106.666	9.173.726	9.364.898	4.750.485
Cuentas por Cobrar Totales	1.001.925	936.525	869.593	855.197	1.048.088
Periodo (días)		365	365	365	180
<i>Permanencia Total</i>		<i>37,5</i>	<i>34,6</i>	<i>33,3</i>	<i>39,7</i>

Fuente: Elaboración propia

En UF	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Ventas Totales	9.556.464	9.751.948	9.951.430	10.154.994	10.362.721
Cuentas por Cobrar Totales	950.278	969.717	989.553	1.009.795	1.030.451
Periodo (días)	365	365	365	365	365

Fuente: Elaboración propia

6.2.1 Análisis de Cuentas por Pagar

Para las cuentas por pagar se observa históricamente un plazo de pago cercano a 45 días, el que ha bajado considerablemente desde 2015 y junio de 2018.

Como criterio de proyección conservador se asumió la permanencia promedio histórica observada entre los años 2014 - 2017.

Cifras en UF	2014	2015	2016	2017	jun-18
Costo de Ventas	4.296.222	4.191.708	4.255.729	4.274.041	2.069.480
Inventario Inicial		2.495.973	2.568.300	2.760.982	2.986.438
Inventario Final	2.597.525	2.640.340	2.808.154	3.026.627	2.866.354
Cuentas por Pagar	554.026	591.092	461.015	513.407	429.371
Periodo	365	365	365	365	180
Permanencia CxP	47	51	40	44	37

Fuente: Elaboración propia

En UF	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Costo de Ventas	4.466.595	4.557.962	4.651.198	4.746.342	4.843.432
Cuentas por Pagar	556.562	567.947	579.565	591.420	603.518

Fuente: Elaboración propia

6.2.2 Análisis de Inventarios

Entre los años 2014 – Junio 2018 la compañía ha presentado un inventario cercado a los 249 días, yendo en aumento desde el año 2014.

Cifras en UF	2014	2015	2016	2017	jun-18
Costo de Ventas	4.296.222	4.191.708	4.255.729	4.274.041	2.069.480
Inventario Final	2.597.525	2.640.340	2.808.154	3.026.627	2.866.354
Periodo	365	365	365	365	180
Permanencia Inventarios	220,68	229,91	240,85	258,47	249,31

Fuente: Elaboración propia

En UF	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Costo de Ventas	4.466.595	4.557.962	4.651.198	4.746.342	4.843.432
Inventario Final	3.043.744	3.106.005	3.169.541	3.234.376	3.300.537
Periodo	365	365	365	365	365
Permanencia Inventarios	249	249	249	249	249

Fuente: Elaboración propia

6.2.3 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	2014	2015	2016	2017
Ventas	9.510.111	9.106.666	9.173.726	9.364.898
Cuentas por Cobrar	1.001.925	936.525	869.593	855.197
Inventario	2.597.525	2.640.340	2.808.154	3.026.627
Cuentas por Pagar	554.026	591.092	461.015	513.407
CTON	3.045.424	2.985.772	3.216.732	3.368.416
RCTON	32,02%	32,79%	35,06%	35,97%
Var(CTON)	- 129.195	21.987	67.034	68.903

Fuente: Elaboración propia

Cifras en UF	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Ventas	9.556.464	9.751.948	9.951.430	10.154.994	10.362.721
Cuentas por Cobrar	950.278	969.717	989.553	1.009.795	1.030.451
Inventario	3.043.744	3.106.005	3.169.541	3.234.376	3.300.537
Cuentas por Pagar	556.562	567.947	579.565	591.420	603.518
CTON	3.437.460	3.507.776	3.579.530	3.652.751	3.727.471
RCTON	35,97%	35,97%	35,97%	35,97%	35,97%
Var(CTON)	70.316	71.754	73.222	74.719	76.248

Fuente: Elaboración propia

6.2.4 Déficit o Superávit de KT

Para ello se mide la diferencia entre el capital de trabajo de Junio 2018 y el proyectado para Diciembre 2018, del cuadro siguiente se observa una diferencia de UF47.611.

Cifras en UF	jun-18	2018 E
Ventas	4.750.485	9.556.464
Cuentas por Cobrar	1.048.088	950.278
Inventario	2.866.354	3.043.744
Cuentas por Pagar	429.371	556.562
CTON	3.485.071	3.437.460
Déficit o Superávit de KT	-	47.611

Fuente: Elaboración propia

6.2.5 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 (UF)	30-jun-18
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	18
Activos por impuestos corrientes	90.378
Activos por impuestos diferidos	62.151
Total de Activos Prescindibles	152.546

6.2.6 Deuda Financiera de la Compañía

De acuerdo con lo informado en los Estados Financieros al 30 de Junio de 2018, la compañía tiene la siguiente situación de deuda financiera:

Deuda Financiera (UF)	30-jun-18
Deuda con bancos	103.755
Deuda con bonos	0
Otras deudas financieras	0
Total	103.755

Fuente: Elaboración propia

6.2.7 Flujo de Caja Libre Proyectado

Flujo de Caja Proyectado (Cifras en UF)	2S 2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Ganancia (Pérdida)	538.500	1.024.619	1.052.536	1.150.508	1.157.987	1.157.987
Depreciación & Amortización	197.392	297.864	291.375	190.781	216.146	216.146
Otras ganancias (pérdidas) ajustadas	0	-9.142	-9.142	-9.142	-9.142	-9.142
Ingresos financieros ajustados	0	40.157	47.465	56.161	66.510	66.510
Costos Financieros ajustados	-10.306	-10.182	-10.050	-9.909	-9.909	-9.909
Diferencias de cambio	33.340	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reaj.	-103	0	0	0	0	0
Otros gastos, por función ajustados	0	-16.216	-16.216	-16.216	-16.216	-16.216
Flujo de Caja Bruto	758.823	1.327.100	1.355.967	1.362.183	1.405.375	1.405.375
Inversiones Reposición	-100.277	-100.277	-100.277	-100.277	-100.277	-216.146
Inversiones de Ampliación	-150.416	-150.416	-150.416	-150.416		0
Inversiones en Capital de Trabajo	-70.316	-71.754	-73.222	-74.719	-76.248	0
Flujo de Caja Neto	437.814	1.004.653	1.032.053	1.036.771	1.228.850	1.189.230
Valor Presente - Jun 2018	417.364	870.343	812.504	741.747	798.953	1.189.230
Valor Presente - Perpetuidad						11.844.916
Valor Presente Total - Jun'18	15.485.827					
			Costo Capital	10,04%	Tasa crecim. Perpetuidad	0%

Fuente: Elaboración propia

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

Valoración Económica (Cifras en UF)

Valor Presente Total - Jun'18		15.485.827
Excedente (Déficit) KT Jun - Dic '18	-	47.611
Activos Prescindibles (incl. Caja)		395.031
Activos Totales		15.833.247
Deuda Financiera	-	103.755
Patrimonio Económico		15.729.492
Numero Acciones		258.469.000
Precio Acción (en \$)		1.653

Fuente: Elaboración propia

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 \$1.653 al 30 de junio de 2018, comparado con el precio de cierre en la misma fecha de \$2.089, resultando en un potencial downside de 20,88%.

La empresa presenta una liquidez importante, manteniendo altos niveles de caja claramente superiores a sus pasivos financieros. 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 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 de un 10,04% utilizada en este estudio es muy similar a la de años anteriores. Pese a este 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.

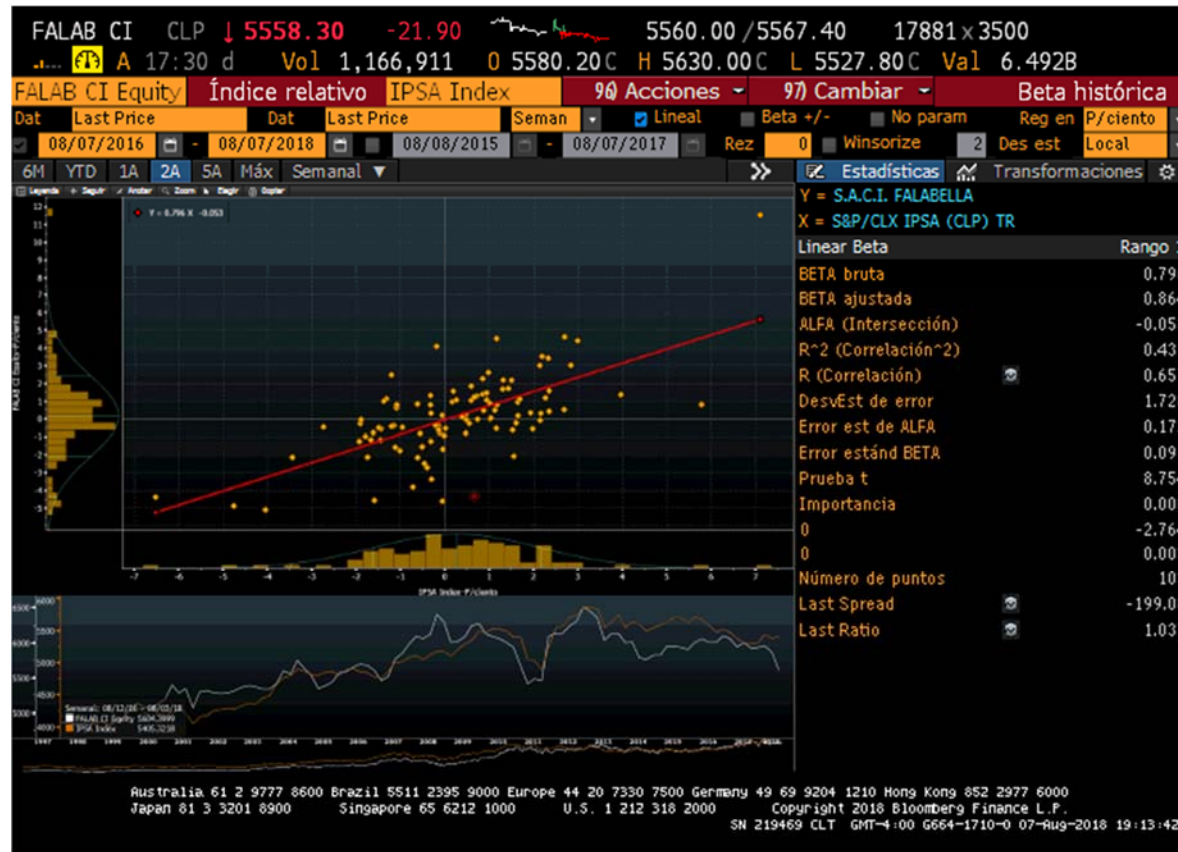
9 Anexos

Anexo 9.1 Benchmark Nacional S.A.C.I. Falabella

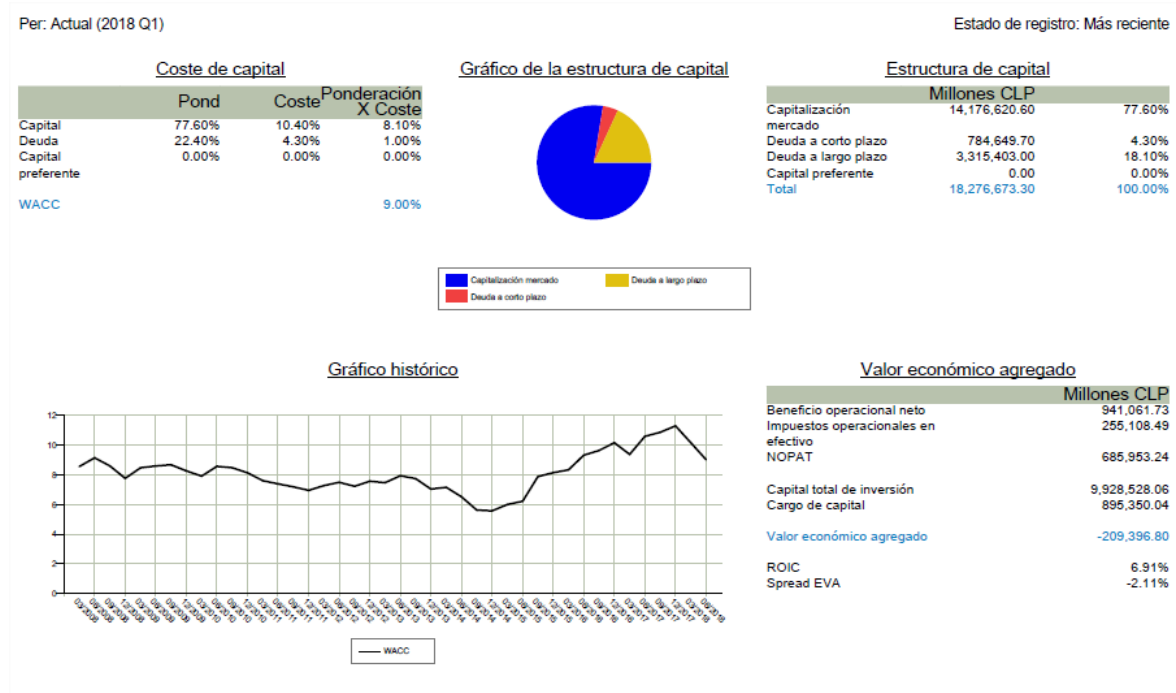
Anexo 9.1.1 S.A.C.I. Falabella Ratios

Ratios		Fin año fiscal		Fin último trimestre		- Current/T12M	
12/2017		03/18 Q1		CLP			
Emisión		Por acción		Análisis de flujos de caja			
- Last Px	CLP/5558.30	- EPS	209.32	- CF/NI		- CF/NI	1.6
- P/E	26.7	- EPS T12M	208.40	- Dvd P/O		- Dvd P/O	12.4%
- Dvd Ind Yld	1.3%	- DPS	26.00	- Cash Gen/Cash Reqd		- Cash Gen/Cash Reqd	1.3
- P/B	3.05	- Bk Val Per Sh	1.82K	- Csh Dvd Cov		- Csh Dvd Cov	8.1
- P/S	1.5	- Rev/Bas Sh	3.68K	- CFO/Sales		- CFO/Sales	9.2%
- P/CF	34.4	- T12M CPS	161.76	- Eff IR		- Eff IR	4.3%
- Mkt Cap	13,531.5B	- Curr Shares Out	2.4B				
- Curr P/FCF	N.A.	- FCF/Basic Sh	171.18				
Crecimiento		Rentabilidad		Estructura			
- EPS - 1 Yr Gr	-16.3%	- OPM	10.3%	- Curr Ratio		- Curr Ratio	2.5
- Cap 1Y Gr	2.1%	- Prix Mrgn	8.4%	- Quick Ratio		- Quick Ratio	2.0
- BPS 1Y Gr	5.2%	- ROA	3.6%	- Debt/Assets		- Debt/Assets	28.8%
- RetnIn Rt	87.6%	- ROE	11.5%	- Debt/Corn Eq		- Debt/Corn Eq	94.2%
- Rev - 1 Yr Gr	4.4%	- ROC	7.3%	- A/R Tmover		- A/R Tmover	2.1
- Empl 1Y Gr	6.0%	- Ast TO	0.6	- Inv Turnover		- Inv Turnover	4.8
- Ast 1Y Gr	3.2%	- Finl Lev	3.3	- EBIT/Tot Int Exp		- EBIT/Tot Int Exp	5.2
- Eff Tx Rate	25.5%	- G / L on Infl Adj to NI	N.A.	- For Dbt to Tot Dbt		- For Dbt to Tot Dbt	N.A.

Anexo 9.1.2 S.A.C.I. Falabella Beta Histórico



Anexo 9.1.3 S.A.C.I. Falabella Costo de Capital



Anexo 9.2 Benchmark Nacional Ripley Corp S.A

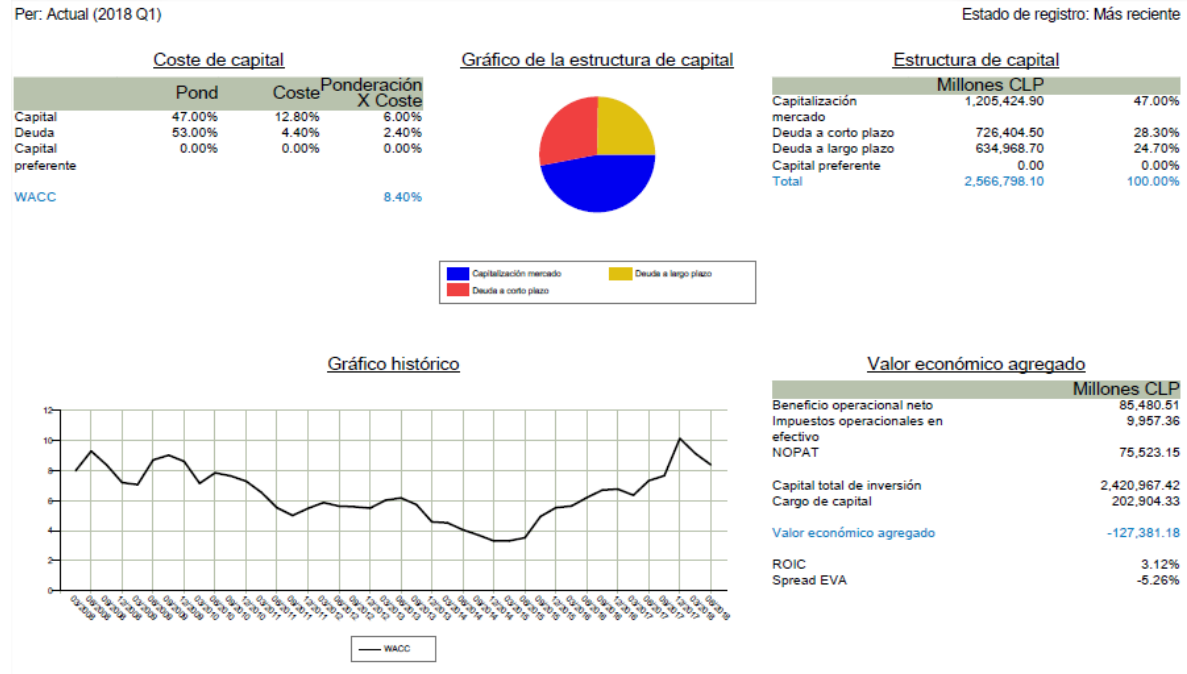
Anexo 9.2.1 Ripley Corp S.A Ratios

Ratios		Fin año fiscal		Fin último trimestre		- Current/T12M	
12/2017		03/18 Q1		CLP		CLP	
Emisión		Por acción		Análisis de flujos de caja			
- Last Px	CLP/596.00	- EPS	44.34	- CF/NI		1.3	
- P/E	12.2	- EPS T12M	48.81	- Dvd P/O		N.A.	
- Dvd Ind Yld	1.5%	- DPS	N.A.	- Cash Gen/Cash Reqd		2.4	
- P/B	1.23	- Bk Val Per Sh	484.30	- Csh Dvd Cov		N.A.	
- P/S	0.7	- Rev/Bas Sh	865.03	- CFO/Sales		6.7%	
- P/CF	9.7	- T12M CPS	61.62	- Eff IR		1.6%	
- Mkt Cap	1,153.9B	- Curr Sharos Out	1.9B				
- Curr P/FCF	12.8	- FCF/Basic Sh	44.35				
Crecimiento		Rentabilidad		Estructura			
- EPS - 1 Yr Gr	16.8%	- OPM	5.0%	- Curr Ratio		1.2	
- Cap 1Y Gr	4.7%	- Prtx Mrgn	6.0%	- Quick Ratio		0.8	
- BPS 1Y Gr	5.5%	- ROA	3.3%	- Debt/Assets		49.7%	
- Retnln Rt	N.A.	- ROE	9.7%	- Debt/Com Eq		146.9%	
- Rev - 1 Yr Gr	4.8%	- ROC	4.7%	- A/R Tmover		2.4	
- Empl 1Y Gr	1.9%	- Ast IO	0.6	- Inv Turnover		4.0	
- Ast 1Y Gr	3.9%	- Finl Lev	3.0	- EBIT/Tot Int Exp		3.9	
- Eff Tx Rate	9.6%	- G / L on Inff Adj to NI	N.A.	- For Dbt to Tot Dbt		N.A.	

Anexo 9.2.2 Ripley Corp S.A Beta Histórico



Anexo 9.2.3 Ripley Corp S.A Costo de Capital

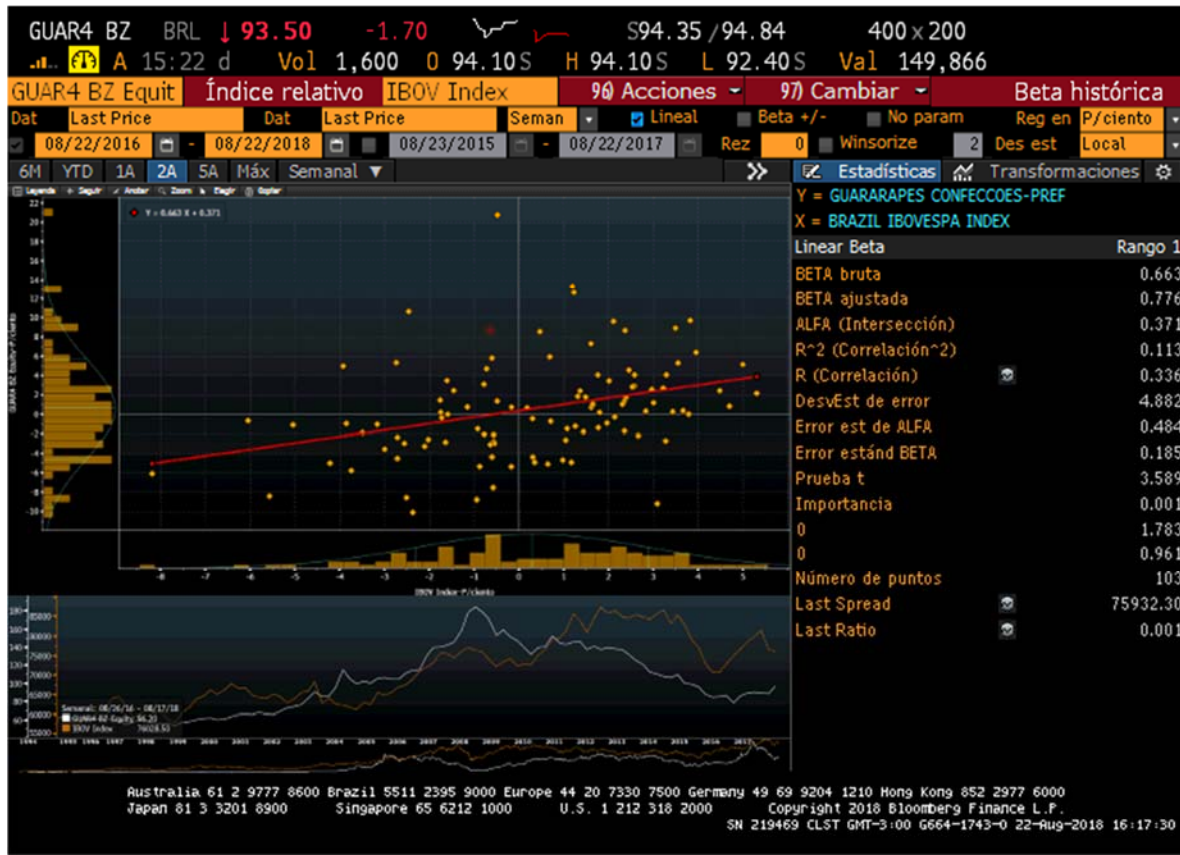


Anexo 9.3 Benchmark Internacional *Guararapes Confeções S.A*

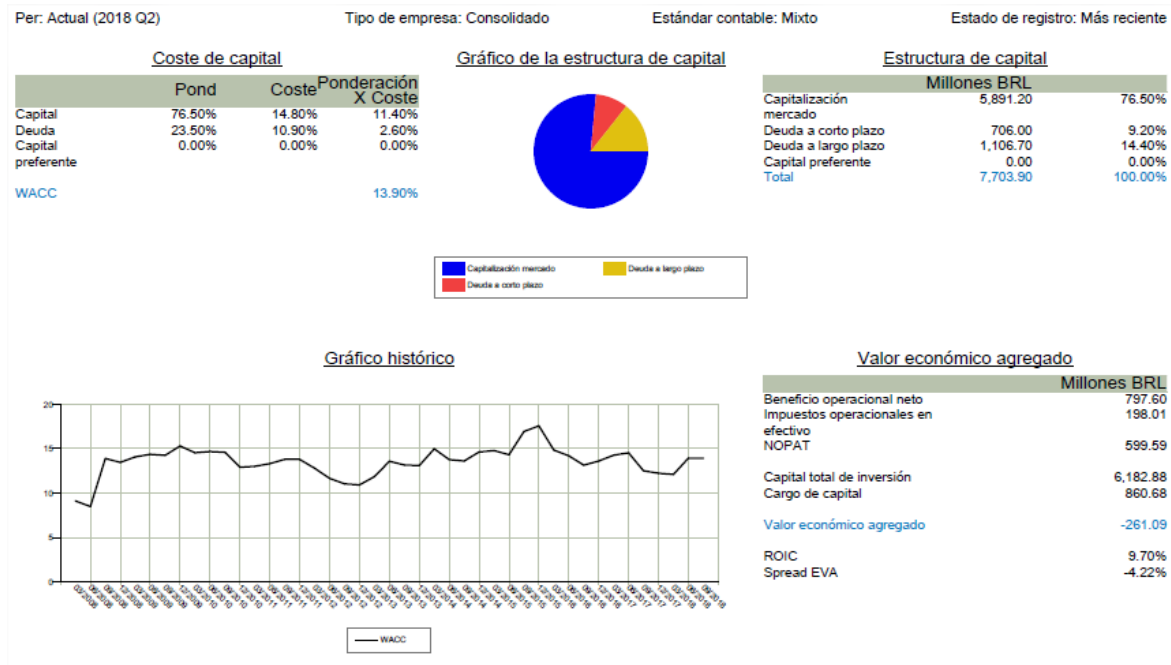
Anexo 9.3.1 Guararapes Confeções S.A Ratios

Ratios		Fin año fiscal		Fin últ trimestre		Current/T12M	
12/2017		03/18 Q1		BRL		BRL	
Emisión		Por acción		Análisis de flujos de caja			
- Last Px	BRL/90.00	- EPS	9.14	- CF/NI		0.8	
- P/E	11.0	- EPS T12M	8.19	- Dvd P/O		21.1%	
- Dvd Ind Yld - Gross	0.1%	- DPS	1.93	- Cash Gen/Cash Reqd		3.6	
- P/B	1.39	- Bk Val Per Sh	64.88	- Csh Dvd Cov		4.7	
- P/S	0.8	- Rev/Bas Sh	103.28	- CF O/Sales		7.0%	
- P/CF	15.9	- T12M CPS	5.86	- Eff IR		13.0%	
- Mkt Cap	6,021.6M	- Curr Shares Out	31.2M				
- Curr P/FCF	N.A.	- FCF/Basic Sh	5.21				
Crecimiento		Rentabilidad		Estructura			
- EPS - 1 Yr Gr	79.6%	- OPM	13.8%	- Curr Ratio		1.8	
- Cap 1Y Gr	2.3%	- Prtx Mrgn	12.0%	- Quick Ratio		1.4	
- BPS 1Y Gr	11.3%	- ROA	6.8%	- Debt/Assets		16.3%	
- Retnln Rt	78.9%	- ROE	13.3%	- Debt/Com Eq		32.3%	
- Rev - 1 Yr Gr	8.8%	- ROC	11.8%	- A/R Tmover		2.5	
- Empl 1Y Gr	4.2%	- Ast TO	0.9	- Inv Turnover		2.9	
- Ast 1Y Gr	3.4%	- Finl Lev	2.1	- EBIT/Tot Int Exp		4.7	
- Eff Tx Rate	26.5%			- For Dbt to Tot Dbt		0.0%	

Anexo 9.3.2 Guararapes Confeções S.A Beta Histórico



Anexo 9.3.3 Guararapes Confeções S.A Costo de Capital



Anexo 9.4 Benchmark Internacional *Arezzo Industria e Comercio S.A*

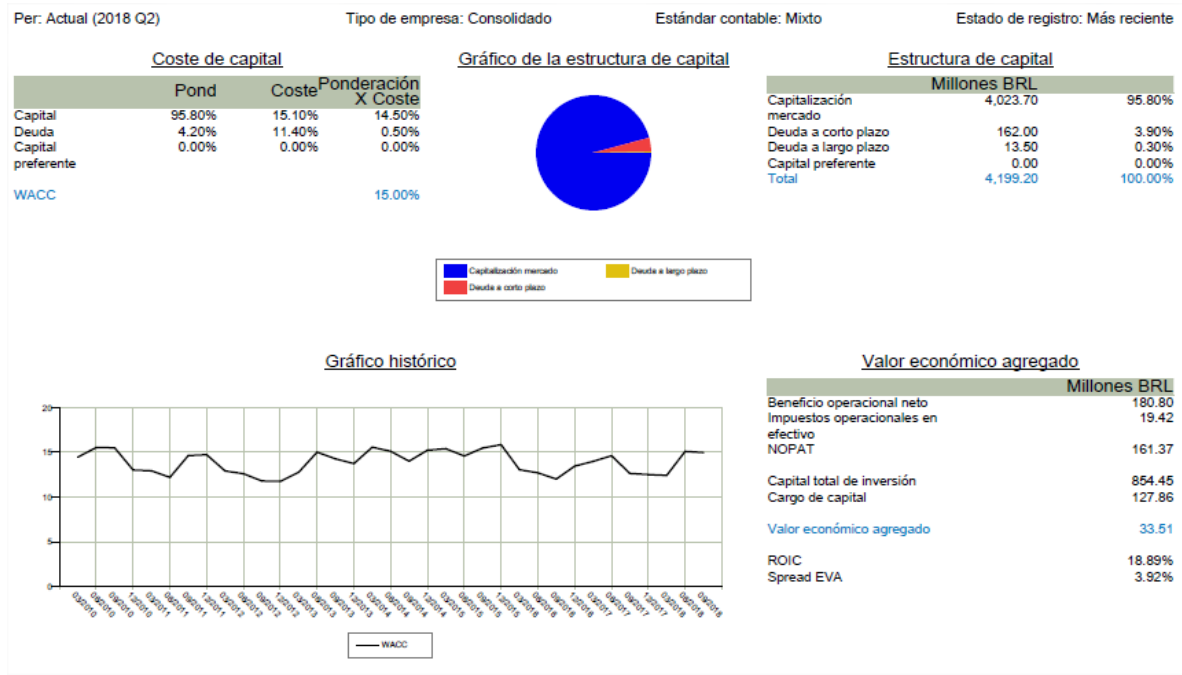
Anexo 9.4.1 *Arezzo Industria e Comercio S.A* Ratios

Ratios		Fin año fiscal 12/2017		* Fin út trimestre 06/18 Q2		- Current/T12M BRL	
Emission		Por acción		Análisis de flujos de caja			
- Last Px	BRL/43.38	- EPS	1.73	- CF/NI		- CF/NI	1.1
- P/E	25.4	- EPS T12M	1.71	- Dvd P/O		- Dvd P/O	27.5%
- Dvd Ind Yld - Gross	1.2%	- DPS	0.47	- Cash Gen/Cash Reqd		- Cash Gen/Cash Reqd	0.9
- P/B	5.83	- Bk Val Per Sh	7.44	- Csh Dvd Cov		- Csh Dvd Cov	3.6
- P/S	2.7	- Rev/Bas Sh	15.22	- CFO/Sales		- CFO/Sales	12.8%
- P/CF	28.3	- T12M CPS	1.53	- Eff IR		- Eff IR	2.2%
- Mkt Cap	3,917.3M	- Curr Shares Out	90.3M				
- Curr P/FCF	38.0	- FCF/Basic Sh	1.70				
Crecimiento		Rentabilidad		Estructura			
- EPS - 1 Yr Gr	32.1%	- OPM	12.8%	- Curr Ratio		- Curr Ratio	2.4
- Cap 1Y Gr	9.1%	- Pmtx Mrgn	13.4%	- Quick Ratio		- Quick Ratio	1.9
- BPS 1Y Gr	-1.7%	- ROA	15.1%	- Debt/Assets		- Debt/Assets	17.3%
- Retnln Rt	72.5%	- ROE	22.7%	- Debt/Com Eq		- Debt/Com Eq	27.3%
- Rev - 1 Yr Gr	9.8%	- ROC	19.4%	- A/R Tmover		- A/R Tmover	4.6
- Empl 1Y Gr	7.7%	- Ast TO	1.4	- Inv Turnover		- Inv Turnover	5.9
- Ast 1Y Gr	15.7%	- Finl Lev	1.5	- EBIT/Tot Int Exp		- EBIT/Tot Int Exp	54.0
- Eff Tx Rate	15.6%			- For Dbl to Tot Dbl		- For Dbl to Tot Dbl	N.A.

Anexo 9.4.2 Arezzo Industria e Comercio S.A Beta Histórico



Anexo 9.4.3 Arezzo Industria e Comercio S.A Costo de Capital



Anexo 9.5 Benchmark Internacional *Lojas Renner S.A*

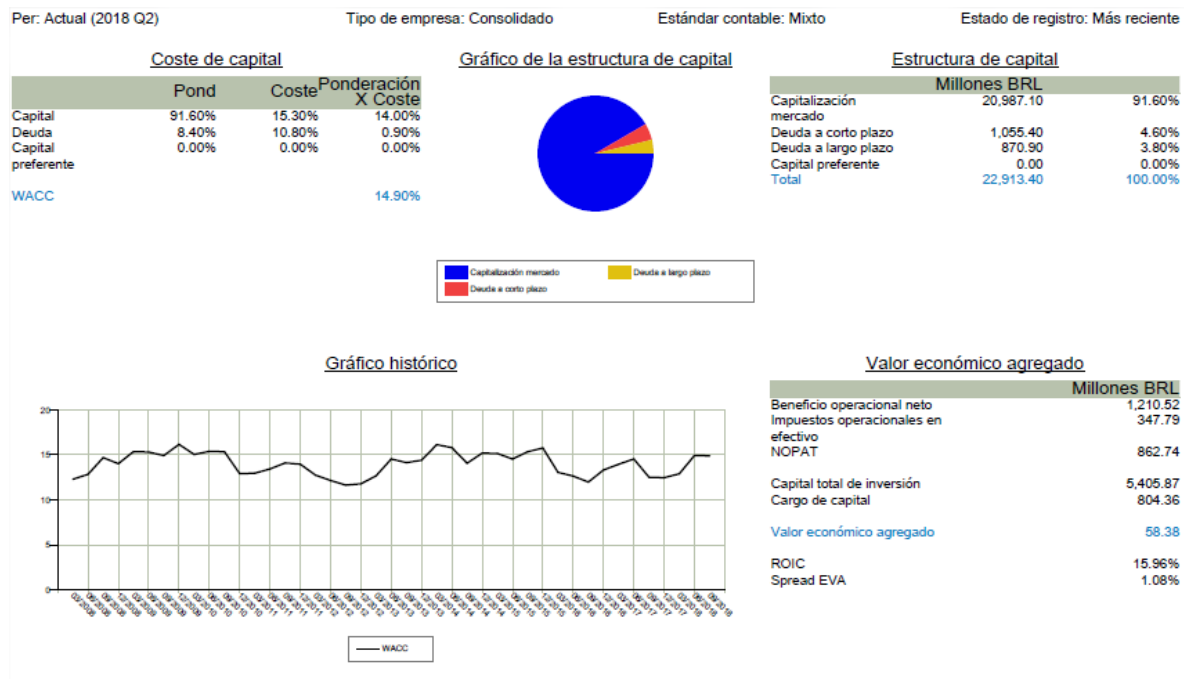
Anexo 9.5.1 Lojas Renner S.A Ratios

Ratios		Fin año fiscal 12/2017		Fin último trimestre 06/18 Q2		- Current/T12M BRL	
Emission		Por acción		Análisis de flujos de caja			
- Last Px	BRL/28.69	- EPS	1.06	- CF/NI		- CF/NI	1.2
- P/E	23.8	- EPS T12M	1.20	- Dvd P/O		- Dvd P/O	40.0%
- Dvd Ind Yld - Gross	0.5%	- DPS	0.42	- Cash Gen/Cash Reqd		- Cash Gen/Cash Reqd	1.2
- P/B	5.92	- Bk Val Per Sh	4.84	- Csh Dvd Cov		- Csh Dvd Cov	2.5
- P/S	2.6	- Rev/Bas Sh	10.81	- CFO/Sales		- CFO/Sales	11.4%
- P/CF	31.4	- T12M GPS	0.91	- Eff IR		- Eff IR	6.4%
- Mkt Cap	20,598.4M	- Curr Shares Out	718.0M				
- Curr P/FCF	106.5	- FCF/Basic Sh	0.59				
Crecimiento		Rentabilidad		Estructura			
- EPS - 1 Yr Gr	20.1%	- OPM	14.6%	- Curr Ratio		- Curr Ratio	1.7
- Cap 1Y Gr	12.9%	- Prtx Mrgn	13.5%	- Quick Ratio		- Quick Ratio	1.3
- BPS 1Y Gr	21.4%	- ROA	12.3%	- Debt/Assets		- Debt/Assets	24.8%
- Retnln Rt	60.0%	- ROE	27.4%	- Debt/Com Eq		- Debt/Com Eq	58.0%
- Rev - 1 Yr Gr	15.4%	- ROC	17.9%	- A/R Tmover		- A/R Tmover	3.5
- Empl 1Y Gr	10.6%	- Ast TO	1.1	- Inv Turnover		- Inv Turnover	3.1
- Ast 1Y Gr	16.6%	- Finl Lev	2.4	- EBIT/Tot Int Exp		- EBIT/Tot Int Exp	9.0
- Eff Tx Rate	27.0%			- For Dbt to Tot Dbt		- For Dbt to Tot Dbt	N.A.

Anexo 9.5.2 Lojas Renner S.A Beta Histórico



Anexo 9.5.3 Lojas Renner S.A Costo de Capital



Anexo 9.6 Benchmark Internacional *Marisa Lojas S.A.*

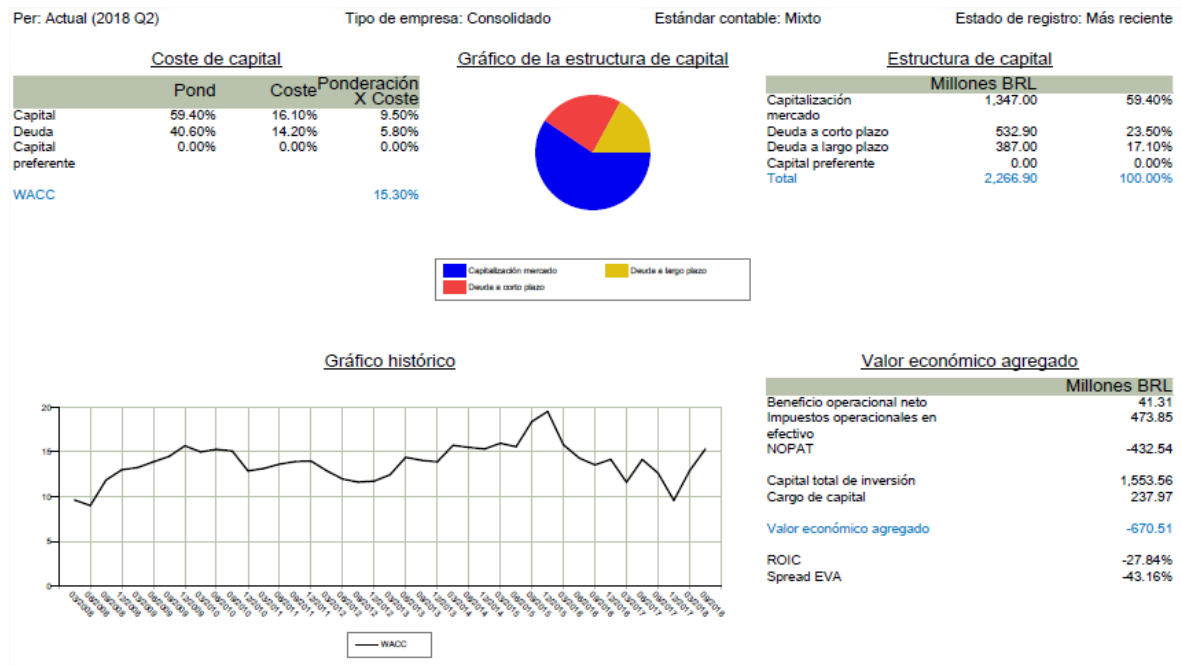
Anexo 9.6.1 *Marisa Lojas S.A.* Ratios

Ratios		* Fin últ trimestre		~ Current/T12M	
Fin año fiscal		03/18 Q1		BRL	
12/2017					
Emisión		Por acción		Análisis de flujos de caja	
- Last Px	BRL/4.76	- EPS	-0.30	- CF/NI	N.A.
- P/E	N.A.	- EPS T12M	-0.57	- Dvd P/O	N.A.
- Dvd Ind Yld - Gross	N.A.	- DPS	0.00	- Cash Gen/Cash Reqd	-0.4
- P/B	1.06	- Bk Val Per Sh	4.48	- Csh Dvd Cov	N.A.
- P/S	0.3	- Rev/Bas Sh	14.09	- CFO/Sales	-0.4%
- P/CF	N.A.	- T12M CPS	-0.07	- Eff IR	8.1%
- Mkt Cap	971.4M	- Curr Shares Out	204.1M		
- Curr P/FCF	N.A.	- FCF/Basic Sh	-0.18		
Crecimiento		Rentabilidad		Estructura	
- EPS - 1 Yr Gr	31.3%	- OPM	3.9%	- Curr Ratio	1.4
- Cap 1Y Gr	7.1%	- Prtx Mrgn	-0.3%	- Quick Ratio	1.0
- BPS 1Y Gr	-5.1%	- ROA	-4.3%	- Debt/Assets	35.5%
- RetnIn Rt	N.A.	- ROE	-12.0%	- Debt/Com Eq	104.6%
- Rev - 1 Yr Gr	0.8%	- ROC	-3.9%	- A/R Tmover	4.7
- Empl 1Y Gr	N.A.	- Ast TO	1.1	- Inv Turnover	3.3
- Ast 1Y Gr	7.1%	- Finl Lev	2.8	- EBIT/Tot Int Exp	1.5
- Eff Tx Rate	N.A.			- For Dbt to Tot Dbt	N.A.

Anexo 9.6.2 Marisa Lojas S.A. Beta Histórico



Anexo 9.6.3 Marisa Lojas S.A. Capital de Trabajo



Anexo 9.7 Estructura de Capital de Forus S.A. (Bloomberg)

Anexo 9.7.1 Estructura de Capital Primer Semestre 2018



Anexo 9.7.2 Costo de la Deuda Primer Semestre 2018



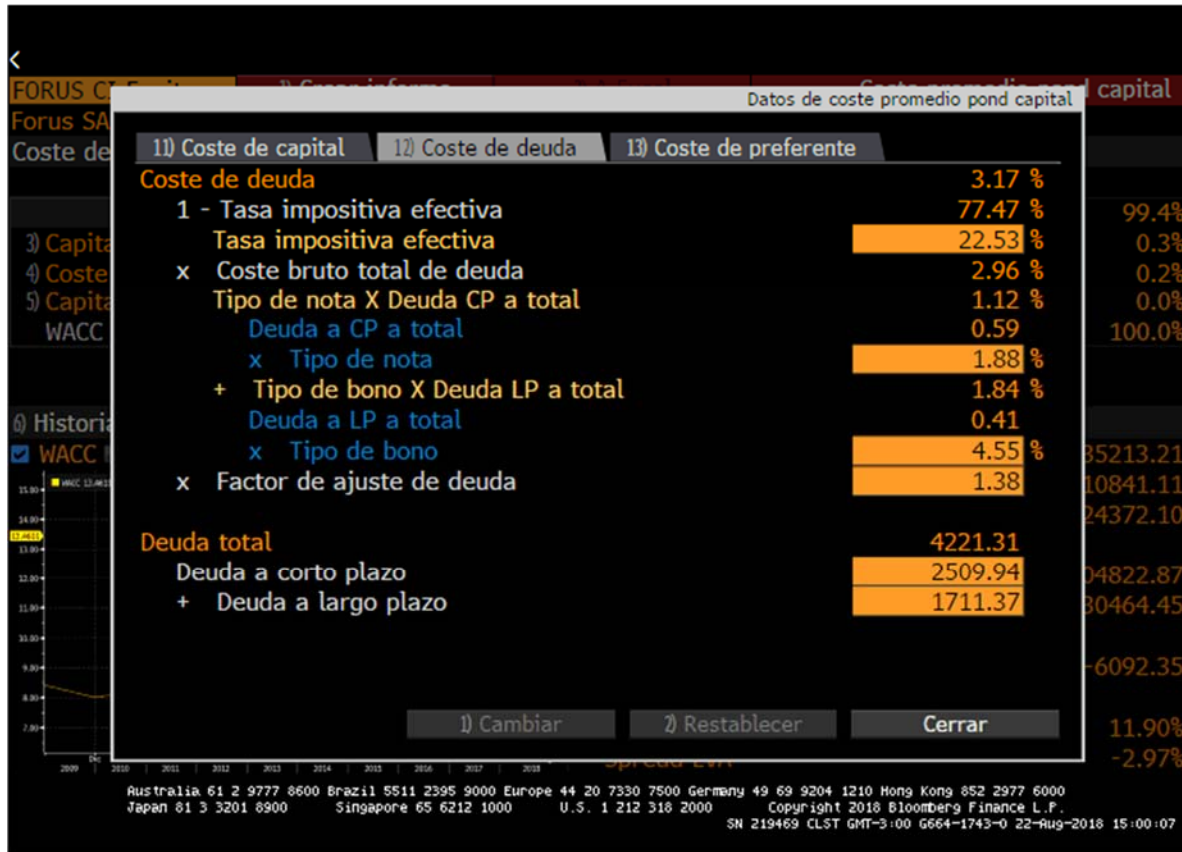
Anexo 9.7.3 Costo de Capital Primer Semestre 2018



Anexo 9.7.4 Estructura de Capital año 2017



Anexo 9.7.5 Costo de la Deuda año 2017



Anexo 9.7.6 Costo de Capital año 2017



Anexo 9.8 Resultados de Regresiones para Cálculo del Beta de la Acción

Anexo 9.8.1 Resumen al 30 de Junio de 2014

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,283
Coefficiente de determinación R ²	0,080
R ² ajustado	0,071
Error típico	0,035
Observaciones	104,000

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	0,0107	0,0107	8,8802	0,0036
Residuos	102	0,1227	0,0012		
Total	103	0,1334			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,0023	0,0034	0,6817	0,4969	-0,0044	0,0091	-0,0044	0,0091
R Ipsa	0,5486	0,1841	2,9800	0,36%	0,1834	0,9138	0,1834	0,9138

Anexo 9.8.2 Resumen al 30 de Junio de 2015

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,168
Coefficiente de determinación R ²	0,028
R ² ajustado	0,019
Error típico	0,036
Observaciones	104,000

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	0,0037	0,0037	2,9678	0,0880
Residuos	102	0,1288	0,0013		
Total	103	0,1325			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,0016	0,0035	-0,4472	0,6557	-0,0085	0,0054	-0,0085	0,0054
R Ipsa	0,3495	0,2029	1,7227	8,80%	-0,0529	0,7519	-0,0529	0,7519

Anexo 9.8.3 Resumen al 30 de Junio de 2016

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,312
Coefficiente de determinación R ²	0,097
R ² ajustado	0,089
Error típico	0,039
Observaciones	104,000

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	0,0165	0,0165	11,0094	0,0013
Residuos	102	0,1532	0,0015		
Total	103	0,1697			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,0008	0,0038	-0,1982	0,8433	-0,0083	0,0068	-0,0083	0,0068
R Ipsa	0,7539	0,2272	3,3180	0,13%	0,3032	1,2047	0,3032	1,2047

Anexo 9.8.4 Resumen al 30 de Junio de 2017

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,240
Coefficiente de determinación R ²	0,057
R ² ajustado	0,048
Error típico	0,039
Observaciones	104,000

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	0,0094	0,0094	6,2177	0,0143
Residuos	102	0,1546	0,0015		
Total	103	0,1640			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,0005	0,0039	-0,1264	0,8997	-0,0081	0,0072	-0,0081	0,0072
R Ipsa	0,5833	0,2339	2,4935	1,43%	0,1193	1,0473	0,1193	1,0473

Anexo 9.8.5 Resumen al 30 de Junio de 2018

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,536
Coefficiente de determinación R ²	0,287
R ² ajustado	0,280
Error típico	0,036
Observaciones	104,000

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	0,0534	0,0534	41,0868	0,0000
Residuos	102	0,1327	0,0013		
Total	103	0,1861			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,0021	0,0036	-0,5941	0,5537	-0,0092	0,0050	-0,0092	0,0050
R Ipsa	1,2205	0,1904	6,4099	0,00%	0,8428	1,5982	0,8428	1,5982