



VALORACIÓN DE EMPRESAS TRICOT

Mediante Métodos de Múltiplos Comparables

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

**Alumnos:
Alejandra Gómez Méndez**

**Profesor Guía:
Mauricio Jara Bertín**

Santiago, enero 2020

ÍNDICE

1	RESUMEN EJECUTIVO.....	5
2	MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	6
2.1	Método de descuento de dividendos.....	6
2.2	Método de flujos de caja descontados.....	7
2.3	Método de múltiplos.....	10
3	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	12
3.1	Descripción de la Empresa.....	12
3.2	Historia de la compañía.....	13
3.3	Segmentos de Operación.....	14
3.4	Información adicional de la empresa.....	16
3.3	Política de Inversión y Financiamiento.....	18
3.4	Descripción de la industria.....	19
3.5	Comparables de la Industria.....	19
3.5.1	Contexto General de la Industria.....	19
3.6	Descripción del financiamiento de la empresa.....	29
3.7	Estimación de la estructura de capital de la empresa.....	29
3.8	Cálculo de la deuda financiera.....	29
3.8.1	Deuda Financiera de Empresas Tricot.....	29
3.8.2	Patrimonio económico.....	30
3.8.3	Estructura de capital objetivo.....	30
3.9	Estimación del costo patrimonial y costo de capital.....	31
3.9.1	Costo de la Deuda (K_b).....	33
3.9.2	Beta de la Deuda. (β_d).....	33
3.9.3	Beta de la Acción. ($\beta_{pC/D}$).....	33
3.9.4	Beta Patrimonial Sin Deuda. ($\beta_{pS/D}$).....	33
3.9.5	Beta Patrimonial Con Deuda. ($\beta_{pC/D}$).....	34
3.9.6	Costo Patrimonial. (K_p).....	35
3.9.7	Costo de Capital. (K_0).....	35
4	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	36
4.3	Perspectivas de crecimiento de la industria 2019 al 2023.....	38
4.4	Análisis de Costos de Operación.....	39
4.5	Análisis de Cuentas no operacionales.....	40

4.6	Análisis de Activos	41
5	<i>VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS</i>	42
5.3	Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria:.....	42
6	<i>CONCLUSIONES</i>	49
7	<i>BIBLIOGRAFÍA</i>	50
8	<i>ANEXOS</i>	51

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Colocaciones	12
Tabla 2 Principales accionistas Tricot	15
Tabla 3 Deuda Financiera de Empresas Tricot.	26
Tabla 4 Patrimonio económico bursátil de Empresas Tricot	27
Tabla 5 Valor Económico de Empresas Tricot.	27
Tabla 6 Estructura de Capital Objetiva.	28
Tabla 7 Estimación beta de la acción, significancia y presencia bursátil 2017-2019.	29
Tabla 8 Ingresos por año.	33
Tabla 9 Cantidad de tiendas operativas por año.	34
Tabla 10 Estimaciones de crecimiento.	35

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 Principales hitos Tricot	10
Ilustración 2 Colocaciones de capital por tipo de negocio	12

1 RESUMEN EJECUTIVO.

El presente documento trata sobre la Valoración de Empresas Tricot S.A. al 30 de junio de 2019, compañía que participa en el mercado del Retail en Chile poseedora de 90 tiendas Tricot distribuidas entre Arica y Punta Arenas y 32 tiendas Tricot Connect distribuidas entre Iquique y Angol. Lo que se buscará estimar a través del desarrollo de este documento, es el valor de esta empresa, respondiendo a la interrogante de si ésta se encuentra sobrevalorada o caso contrario, subvalorada respecto del Mercado.

Las metodologías utilizadas en este estudio son el método de flujos de caja descontados y el método de múltiplos comparables, mismos que se encuentran soportados bajo la obtención de información financiera, económica y contable pública y disponible en distintas fuentes de información, como son memorias, reportes financieros, cmf, etc, tanto para la Tricot S.A como para el rubro del retail en Chile.

El método de flujos descontados requiere determina algunos parámetros, como lo son la tasa de costo de capital promedio ponderado, también conocida como tasa WACC, la cual se estima en 9,43% al 30 de junio de 2019. Tricot S.A., posee un total de 428.709.497 acciones en el mercado y el valor de su patrimonio económico asciende a 13.210.680 UF, lo que nos permite determinar un precio por acción de \$789 CLP, lo que representa un downside de 8% en relación con el precio transado el 28 de junio de 2019, el cual ascendía a \$859.

Para el método de múltiplos comparables es necesario determinar una industria comparable, la cual para el caso del presente estudio está compuesta por empresas de mayor tamaño ya que las empresas del rubro del retail de similar tamaño y enfoque de segmento socioeconómico no transan en bolsa. Los múltiplos de la industrial relacionados con, ingresos, utilidades, valor libro, riesgo de la operación, nos entrega un precio promedio de la acción de 616,31 CLP, lo que representa una variación de -28%, siendo el ratio por EBIT el más cercano al precio de mercado de la acción del 31 de Junio de 2019, mostrando una diferencia aproximada del 3% de diferencia.

2 MÉTODOS DE VALORACIÓN

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos.¹ Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el método de descuento de dividendos, flujos de caja descontados y múltiplos o comparables.²

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero. Para el caso del método de múltiplos se consideran compañías que estén en la misma industria para compararla con el objeto de estudio y determinar una valoración mediante ratios.

2.1 Método de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. Cabe mencionar que este método no será parte del estudio.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{Kp}$$

Dónde: DPA , es el dividendo por acción; y Kp , es la rentabilidad exigida a las acciones

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA_1}{(Kp - g)}$$

Donde: DPA_1 , son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.2 Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado (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 uno de los métodos de valorar empresas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde el 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 la valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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, este 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.

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

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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” (por sus siglas en inglés).⁵ 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 el método de 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.

⁵ Weighted Average Cost of Capital.

2.3 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos empresas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:⁶

1. Múltiplos de ganancias.

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- Valor / EBIT
- Valor / EBITDA
- Valor / Flujo de caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón

⁶ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

2. Múltiplos de valor libro.

- Precio acción / Valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

3. Múltiplos de ventas.

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- Value / Sales

4. Múltiplo de variables de industria específica.

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m² construido en *retail*

3 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1 Descripción de la Empresa

Tricot es una cadena de moda familiar que consta de 90 tiendas en todo Chile y aún sigue creciendo. Su colección está dirigida a mujeres de todas las edades e incluye de todo, desde ropa interior hasta accesorios y equipos tecnológicos.

El negocio de Tricot se centra en la venta de vestuario y accesorios de moda en un mix adecuado para un público masivo, con la mejor relación precio-calidad posible.

Para este mercado, se requiere contar con un adecuado nivel de desarrollo y tamaño del negocio crediticio. Este constituye un medio de pago fundamental para maximizar el acceso a los productos y servicios, estableciendo una relación permanente y sólida con el cliente, a través de servicios complementarios. Tricot busca mantener un nivel de inversión para un crecimiento sustentable de sus ingresos entre un 10% y 15% anual⁷, con un nivel de deuda adecuado a su industria y a los riesgos específicos adoptados por la empresa.

Los orígenes de las tiendas Tricot se remontan al área de ventas de la fábrica Textiles Pollak Hermanos. Ésta se especializaba en la elaboración de lanas y textiles que comercializaba fundamentalmente a nivel mayorista. Tras el cambio en la estructura de propiedad, materializado en 2004, se profesionalizó la administración y se efectuó una reorganización comercial destinada a aumentar la comercialización de productos importados, reforzar el programa de marketing, racionalizar el nivel de inventarios y fortalecer la administración del negocio financiero. En la ilustración N°1 podemos ver los grandes hitos de la historia de Tricot.

A continuación, se describe la evolución de la empresa durante su trayectoria que data desde los inicios de 1954 hasta la fecha.

⁷ Memoria año 2018

3.2 Historia de la compañía

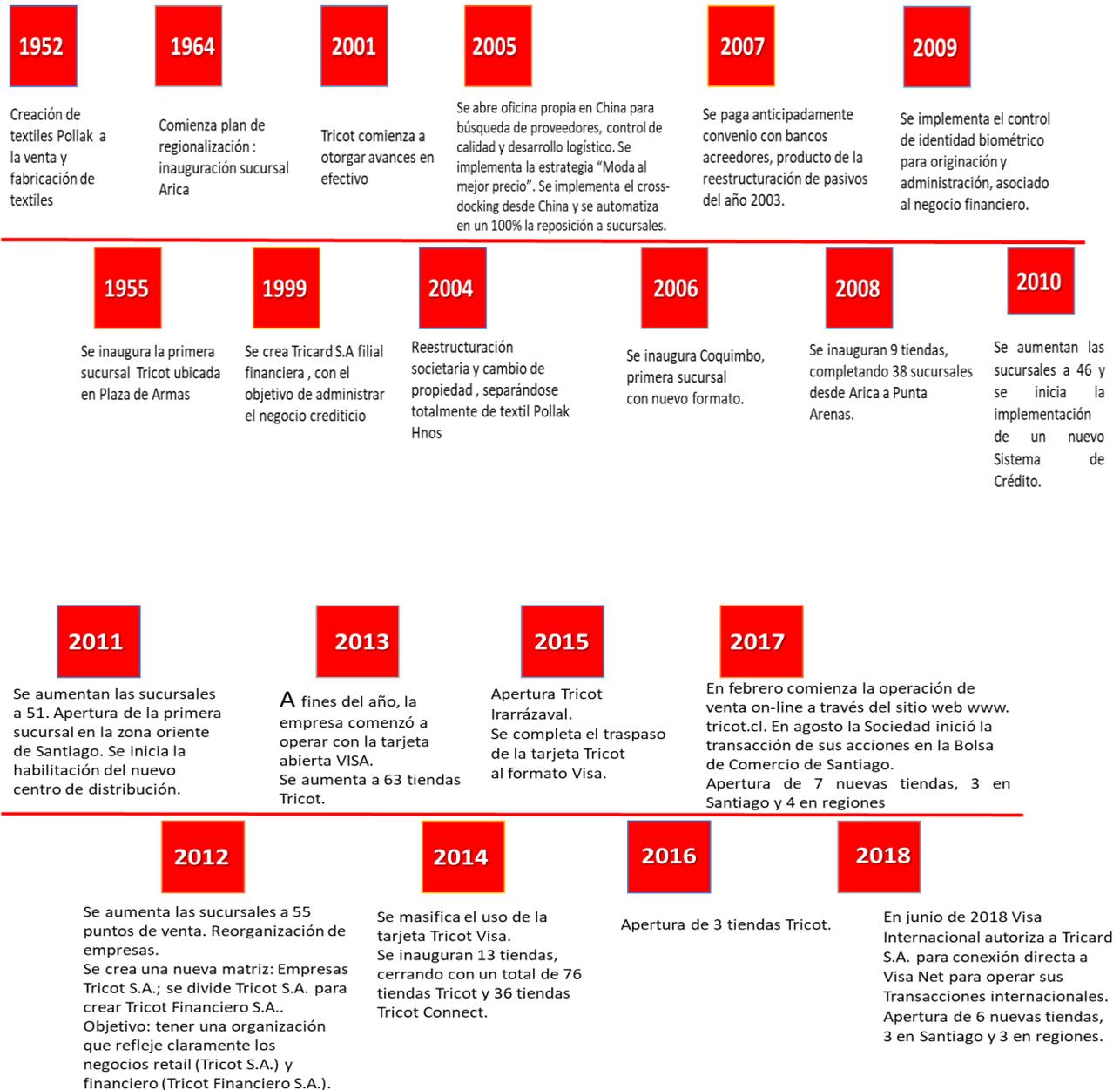


Ilustración 1 Principales hitos Tricot

En la actualidad Tricot cuenta con 90 tiendas y 32 locales de venta electrónica por menor, con tiendas de Arica a Punta Arenas.

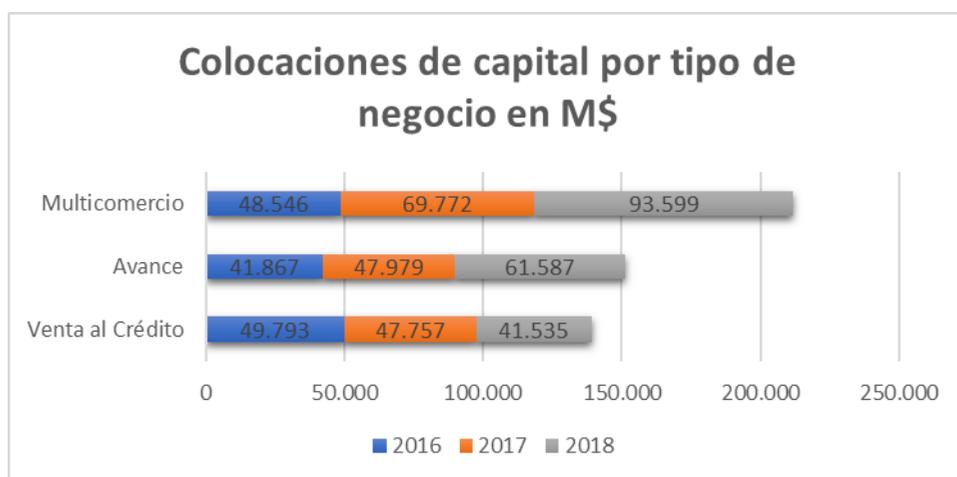
Tricot renueva permanentemente su oferta de vestuario, la cual se actualiza diariamente en las sucursales. Los diseñadores de la empresa interpretan las tendencias de la moda y crean colecciones que son accesibles a todos, tanto por precio como por calidad. Dentro de sus memorias recalcan qué *“Setenta años de experiencia en el negocio textil, el constante seguimiento de la moda y una base de proveedores a nivel global, nos permiten además la flexibilidad necesaria para adaptarnos a los constantes cambios del mercado”*.

En el ámbito financiero, Tricot posee una tarjeta de crédito propia (que opera con licencia Visa), que entrega a sus clientes un conjunto completo de servicios financieros, incluyendo seguros, avances en efectivo y el uso en comercios asociados. Su principal foco es permitir el acceso a la oferta de vestuario a todos los clientes, independiente de su capacidad financiera y utilizarla en toda la red de comercios que permiten pagos con tarjeta Visa. Dados los montos involucrados, la tarjeta Tricot se encuentra en el negocio del microcrédito, contando con una cartera de crédito atomizada con la menor deuda promedio de la industria.

3.3 Segmentos de Operación.

Tricot participa principalmente en dos segmentos de negocios:

- a. El primero es la comercialización de vestuario, calzado, accesorios y electrónica menor a través de 2 cadenas de tiendas: Tricot y Tricot Connect. El Margen Bruto del año 2018 para el negocio del retail es de MM\$ 40.376, a su vez el Gasto de Administración corresponde a MM\$ -28.104, entregando como resultado un EBITDA de MM\$ 12.272.
- b. El segundo corresponde al ámbito financiero, a través de su subsidiaria Tricard S.A., actividad complementaria al negocio comercial, que otorga además avances en efectivo y permite compras en comercios asociados mediante su tarjeta de crédito propia (bajo licencia VISA), la que permite a sus clientes realizar compras en las 90 tiendas Tricot, así como en las 32 sucursales Tricot Connect y en los múltiples comercios asociados. Durante 2018 las colocaciones con tarjeta de crédito VISA Tricot crecieron en 21,8% y el multicomercio creció en 34,1%. El margen bruto del año 2018 para el negocio del financiero es de 18.805, dando como resultado un EBITDA de MM\$ 12.592.



Fuente, Memoria Anual Tricot 2018.

Ilustración 2 Colocaciones de capital por tipo de negocio

La gama de productos de Tricot incluyen vestuario (calzado, deporte, accesorios), y artículos electrónicos, en donde la mayor concentración de ventas corresponde a vestuario, en su conjunto, con un total de 94,2 % de ventas el año 2018.

En cuanto al negocio financiero, el año 2018 muestra un aumento del casi 20% del año anterior en lo que respecta a multicomercio o comercios adheridos con más de 93 mil millones de compras a través de este tipo de comercio, seguido por los avances con 61 mil millones de avances en efectivo y con 41 mil millones en ventas a crédito.

Líneas de negocio	2015 UF	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF
Venta retail	4.554.942	4.713.547	4.632.388	4.787.362	2.273.101
Financieros	1.728.252	1.627.563	1.614.148	1.799.275	996.706
Total, Ingresos Ordinarios	6.285.208	6.343.126	6.248.553	6.588.656	3.271.826
% participación negocio retail	72,5%	74,3%	74,1%	72,7%	69,5%
% participación negocio financiero	27,5%	25,7%	25,8%	27,3%	30,5%

Fuente, Memoria Anual Tricot.

Tabla 1 Colocaciones

En febrero comienza la operación de venta on-line a través del sitio web www.tricot.cl. En agosto la Sociedad inició la transacción de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. En el mismo año realiza la apertura de 7 nuevas tiendas, de las cuales 3 se ubican en la ciudad de Santiago y 4 en regiones.

3.4 Información adicional de la empresa

Razón Social	Empresas Tricot S.A
Rut	76.266.594-8
Nemotécnico	Tricot
Industria	Retail o Comercio Minorista / Financiero

a) Regulación

SBIF regula las normas generales para los emisores de tarjetas de pago, dentro de las cuales se encuentran la emisión y operación de tarjetas de crédito, aplicable a la subsidiaria Tricard S.A.

b) Tipo de Operación

Retail: Tiendas Tricot, compuesto por 90 tiendas de Arica a Punta Arenas especializada en vestuario, incluyendo calzado y accesorios, además Sus tiendas tienen un tamaño promedio de 900 Mt² y con una estrategia comercial de “moda al mejor precio”.

Tiendas Tricot Connect, compuesto por 32 tiendas de Iquique a Angol, especializada en artículos de electrónica como celulares, notebook, tablet y accesorios, entre otros. Sus tiendas son de un tamaño aproximado de 50 Mt².

c) Financiero

Participa en el negocio financiero a través de su tarjeta de crédito, otorgando créditos directos a sus clientes tanto a través de la venta en sus tiendas propias, como en comercios asociados y de avance en efectivo. Este segmento también contempla las operaciones de la Corredora de Seguros Tricot Ltda.

d) Filiales

- **Tricot S.A. (la “Matriz”):** R.U.T 84.000.000-1 es una Sociedad Anónima Cerrada, constituida en Santiago de Chile con fecha 20 de mayo de 1996. La Sociedad opera en dos formatos de tiendas:
1) Tiendas Tricot, cadena de 90 tiendas de Arica a Punta Arenas especializada en vestuario (incluye calzado y accesorios), de tamaño medio de 900 Mt2 y con una estrategia comercial de “moda al mejor precio” y 2) Tiendas Tricot Connect, cadena de 32 tiendas de Iquique a Angol, especializada en artículos de electrónica como celulares, notebook, tablet y accesorios, entre otros. Sus tiendas son de un tamaño aproximado de 50 Mt2.
- **Tricot SpA:** R.U.T 76.266.576-K, Sociedad por acciones, constituida en Santiago de Chile con fecha 27 de noviembre de 2012. La Sociedad se constituye en el marco del proceso de reorganización llevado a cabo por el Grupo Tricot, con el objetivo de mantener la participación minoritaria en la sociedad Tricot S.A. y Tricot Financiero S.A. Como se desprende de los estados financieros, la Sociedad presenta al 31 de diciembre de 2018 capital de trabajo negativo por M\$4.746. Sin embargo, los presentes estados financieros se han preparado sobre la base de una empresa en marcha, en consideración a que la Sociedad cuenta con el apoyo financiero de sus accionistas para solventar eventuales déficit de caja y sus obligaciones operacionales.
- **Tricot Financiero S.A. (la “Matriz”):** R.U.T 76.270.267-3 es una Sociedad Anónima Cerrada, constituida en Santiago de Chile con fecha 31 de octubre de 2012. Con fecha 18 de noviembre de 2013, la SBIF autoriza a la filial Tricard S.A. para ejercer el giro de Emisor de Tarjetas de Crédito. Con fecha 26 de octubre de 2017, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras dictó la Resolución N° 624, por la cual autorizó la existencia como sociedad anónima especial de la filial Tricard S.A. Asimismo, ordenó inscribir a dicha filial en el nuevo Sub-Registro de Emisores de Tarjetas de Crédito, del Registro Único de Emisores de Tarjetas de Pago a cargo de esa Superintendencia. En Junta Extraordinaria de Accionistas de la Subsidiaria Tricard S.A. celebrada el 18 de octubre de 2017, cuya acta fue reducida a escritura pública con fecha 19 de octubre de 2017, en la Notaría de Santiago de don Francisco Javier Leiva Carvajal, se modificaron los estatutos de la Sociedad con el fin de constituir a Tricard S.A. en una sociedad anónima especial. La Sociedad tiene por objeto, realizar por cuenta propia y de terceros, las siguientes actividades:
a) la realización de todo tipo de inversiones en toda clase de bienes, corporales o incorporales, muebles o inmuebles o valores inclusive derechos y participaciones en otras sociedades de personas o de capital, administrar dichas inversiones, con el objeto de percibir sus rentas, y b) en

general, la celebración de cualquier acto o contrato y el desarrollo de cualquier actividad relacionada directa o indirectamente con los objetivos anteriores.

	NOMBRE (APELLIDO PATERNO, MATERNO, NOMBRES)	% DE PROPIEDAD
12 Mayores Accionistas	Inversiones retail chile S.A.	71,91%
	Moneda sa afi para pionero fondo de inversión	5,01%
	Banco de chile por cuenta de terceros no residentes	3,65%
	Compass small cap Chile fondo de inversión	3,39%
	Siglo xxi fondo de inversión	3,23%
	Chile fondo de inversión small cap	2,55%
	Toesca small cap Chile fondo de inversión	2,00%
	Fondo de inversión Santander small cap	0,85%
	Fondo mutuo btg pactual chile acción	0,83%
	Bci small cap Chile fondo de inversión	0,73%
	Btg pactual Chile s a c de b	0,73%
	Moneda small cap latinoamericano F.I.	0,45%

Fuente, Comisión para el mercado financiero.

Tabla 2 Principales accionistas Tricot

3.3 Política de Inversión y Financiamiento.

Lo que declara empresas Tricot en su memoria anual año 2018, es *“El plan de inversión, más los requerimientos de capital de trabajo necesarios para aumentar las colocaciones proyectadas, contempla contar con financiamiento propio (excedentes de caja) y recursos de la banca local Dicha política de financiamiento asegura mantener adecuados niveles de endeudamiento, que no ponen en riesgo nuestro futuro desarrollo.”*

Según lo que se define, se puede presumir que la política de inversión de Tricot, es más bien conservadora, pretendiendo alcanzar niveles óptimos de capital de trabajo mediante el excedente de caja y financiamiento en bancos locales que le permitan obtener coberturas financieras, y entreguen buenas condiciones de endeudamiento, siendo éste riguroso para no limitar el crecimiento por el deber que implica asumir compromisos financieros extremos.

Complementando lo anterior, la apertura a bolsa de Tricot le permite obtener acceder a la financiación del mercado de capitales para acelerar su crecimiento y dotarse de los recursos necesarios para desarrollar su plan de negocio.

3.4 Descripción de la industria

Tricot participa en el sector retail o comercio minorista, siendo un especialista en vestuario y accesorios de vestir. Ésta es una de las tantas categorías que forman parte de esta industria. Sus principales competidores tienen cobertura nacional en lo que se refiere a la existencia de puntos de venta, y participan en segmentos etarios y socioeconómicos similares a los de Tricot. Entre las principales marcas se cuentan Falabella, Ripley, Paris, Johnson's, Hites, La Polar, Corona, Dijon, Fashion's Park y Family Shop.

En años recientes se han incorporado dos cadenas extranjeras como importantes competidores en el sector vestuario; H&M y Forever 21. Otros actores importantes son las cadenas de supermercados (Lider, Jumbo, Unimarc y cadenas regionales), las cuales han incorporado en su oferta productos de vestuario y calzado a precios bajos. En la actualidad, como una forma de satisfacer las necesidades de los nuevos clientes y diversificar a la vez sus ingresos. Empresas Tricot ha complementado su oferta de productos de vestuario y calzado, con la inclusión de servicios financieros y la venta de electrónica menor en forma exclusiva a través de su cadena Tricot Connect.

3.5 Comparables de la Industria.

3.5.1 Contexto General de la Industria

El desarrollo del retail en Chile ha estado marcado por las tendencias impuestas por los grandes actores de este mercado. Su ritmo, catalogado por los expertos como vertiginoso, raudo y absolutamente atípico con respecto a los países vecinos, ha dictado la pauta al resto del mercado, con una evidente influencia desde los más grandes a los más pequeños.

La maduración experimentada permitió adoptar rápidamente las tendencias que daban frutos en Estados Unidos y Europa, asentando bases tecnológicas importantes en los 120 clientes principales de retail en Chile.

Cuando se habla de retail, se alude al comercio que se realiza al detalle, es decir, venta directa a los consumidores. La industria del retail abarca la distribución de bienes al detalle a través de una diversidad de formatos que satisfacen diferentes necesidades de consumo. El retail se puede

considerar como un subsector del sector comercio. Los formatos desarrollados por los principales operadores del sector son:

1. Tiendas por departamento;
2. Tiendas de mejoramiento del hogar o Home-stores;
3. Supermercados.

Cada formato atiende necesidades particulares de consumo. Es así como las tiendas por departamento atienden fundamentalmente necesidades de vestimenta y equipamiento del hogar, las tiendas de mejoramiento del hogar atienden necesidades relacionadas con la construcción, remodelación y decoración del hogar, y los supermercados atienden necesidades principalmente relacionadas con alimentación.

Las empresas nacionales del sector se han caracterizado por desarrollar servicios que apoyan y complementan el negocio. En esta línea, han desarrollado un negocio financiero que genera parte importante de su EBITDA consolidado, así como también han extendido sus operaciones a sectores como el inmobiliario, bancario, seguros y otros.

El negocio financiero es parte integral del desarrollo de estos formatos, los principales retailers nacionales ofrecen financiamiento a sus clientes a través de tarjetas emitidas por ellos, siendo un negocio presenta márgenes muy superiores a los que genera la distribución minorista. En la actualidad muchas de las tarjetas emitidas no sólo financian compras en las tiendas del respectivo retail sino que también son utilizadas para financiar compras en los 12 denominados “comercios asociados”. Éstos son tiendas o empresas que han firmados acuerdos para aceptar como medio de pago una determinada tarjeta de crédito de una casa comercial.

Si bien el financiamiento de compras mediante el uso de tarjetas de casas comerciales puede ser considerado como un tipo de crédito de consumo, las casas comerciales, por lo general, no compiten directamente con los bancos en este tipo de crédito, debido a su focalización en:

1. Segmentos socioeconómicos más bajos que los bancos;
2. Financiamiento de más corto plazo.

Tal como se mencionó, los principales competidores de empresas Tricot tienen cobertura nacional, con participación en segmentos etarios y socioeconómicos similares a los de Tricot. A continuación, se define una breve descripción de tiendas Hites, La Polar, Paris y Falabella. Estas últimas si bien tienen un segmento más diversificado dada la características y objetivo de sus

negocios, se cree prudente señalarlas ya que de igual forma se encuentran inmersas en el negocio financiero, que es uno de los focos de empresas Tricot.

Hites

Los inicios de empresas Hites se remonta a años previos que Tricot, estos datan de 1940, cuando los hermano Hites abren el primer local comercial con modelo financiero, a través del tiempo se instaure como multitienda y se masifica en la venta a crédito con mayor estructuración, en el año 2009 se abre a bolsa para durante los años 2011 a 2016 se expande duplicando su número de tiendas. Además de emitir acciones la empresa ha emitido bonos corporativos con clasificación de riesgo BBB+ desde el año 2016 a la fecha. Adicionalmente Hites complementa en el año 2016 la venta de artículos no solo en sus puntos de venta, sino que crea su página web para abrirse a la venta on line, lo cual requirió potenciar sus divisiones comerciales y operativas.

La participación de mercado de Hites, asciende aproximadamente a un 5,0% en venta de tiendas de departamento. Su segmento se concentra en población C3-D, lo que nos permite conocer con mayor claridad, a través del análisis de su comportamiento, qué buscan los clientes. En la actualidad posee llegando así a un total 23 en formato multitienda.

Por otra parte, su formato virtual, logró el año 2017 duplicar la venta y así alcanzando una participación de mercado de 4,5 del total de ingresos retail, y con niveles de servicio superiores a los ofrecidos en la industria.

Las ventas por la línea de producto desde los años 2012 al 2017 se concentran mayormente en vestuario y electro que en promedio alcanzan entre un 43% y un 42% respectivamente, con un menor porcentaje en decoración y otros (promedio 5%).

Por último, el negocio financiero, tiende a concentrarse mayormente en colocaciones por retail, seguido por avances en efectivo y por último comercios adheridos.

Nombre de la Empresa	Hites
Ticker o Nemo­técnico	HITES
Clase de Acción	BBB+
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Hites inicia sus actividades en el año 1940, cuando los hermanos Hites abre el primer local comercial con modelo financiero, convirtiéndose posteriormente en multitienda y se masifica en la venta a crédito, en el año 2009 se abre a bolsa. En el año 2016 Hites se abre a la venta on-line mediante su página web, lo cual requirió potenciar sus divisiones comerciales y operativas. Actualmente posee una participación de mercado aproximadamente un 5,0% en venta de tiendas de departamento. Su segmento se concentra en población C3-D.</p> <p>Las ventas por la línea de producto desde los años 2012 al 2017 se concentran mayormente en vestuario y electro que en promedio alcanzan entre un 43% y un 42% respectivamente, con un menor porcentaje en decoración y otros (promedio 5%).</p> <p>Su negocio financiero, tiende a concentrarse mayormente en colocaciones por retail, seguido por avances en efectivo y por último comercios adheridos.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	EBITDA 29.486 (9,3%) (memoria año 2018)

La polar

La empresa comenzó siendo una sastrería en el año 1920 en el sector que hoy se conoce como Estación Central, debido a su prosperidad en 1953 se convirtió en una tienda donde se podía encontrar una amplia variedad de productos utilizando el nombre de La Polar, fue recién en el año 1980 donde comienza con la expansión abriendo 2 locales en el centro de Santiago, posteriormente decidió incursionar en el negocio crediticio lanzando su tarjeta de crédito para realizar compras en la cadena de locales en el año 1989, en el año 2003 comienza a transar sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, en el año 2010 se inauguró la primera tienda en Colombia, totalizando 43 tiendas en Chile.

Desde el año 2011 La Polar, vio bruscamente una caída de sus acciones debido al proceso unilateral de recaptaciones que estaba desarrollando, posteriormente inicia un proceso de reestructuración tanto a nivel gerencial como operacional, afectando la apertura de locales en Colombia.

Empresas La Polar es una de las principales tiendas por departamento en Chile. Su foco de negocio se encuentra en la oferta minorista de productos enfocada al segmento C3-D, organizados por diferentes categorías: vestuario, calzado, belleza, deporte, electrónica, tecnología, infantil y artículos para el hogar. Además, en mayo de ese año, la empresa lanzó al mercado su tarjeta VISA La Polar. Esta alianza, además de generar un mayor valor de la marca, permitió el acceso de los clientes de la empresa a toda la canasta de consumo, generando una gran acogida por parte de ellos.

El 2018 fue para retail Financiero un año de redefiniciones estratégicas y de continuar consolidando la Tarjeta La Polar Visa. Lo anterior permitió finalizar con ingresos totales por \$86.115 millones, lo que representa un 2,5% de las cifras obtenidas en el ejercicio de 2017. Con respecto a la cartera, esta creció un 9% con respecto al año anterior, alcanzando un total de \$194.146 millones gracias a la mayor fidelización y recurrencia de los clientes con Tarjeta La Polar Visa. Este aumento en la cartera se debe a un importante crecimiento en las compras efectuadas por los clientes Visa en la red de comercios adheridos a Transbank, junto con un aumento en la colocación de productos financieros y una mayor participación de la tarjeta en las ventas de retail.

Nombre de la Empresa	La Polar
Ticker o Nemotécnico	NUEVAPOLAR
Clase de Acción	B-
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	Empresas La Polar es una de las principales tiendas por departamento en Chile. Su foco de negocio se encuentra en la oferta minorista de productos enfocada al segmento C3-D, organizados por diferentes categorías: vestuario, calzado, belleza, deporte, electrónica, tecnología, infantil y artículos para el hogar. Además, en mayo de ese año, la empresa lanzó al mercado su tarjeta VISA La Polar. Esta alianza, además de generar un mayor valor de la marca, permitió el acceso de los clientes de la empresa a toda la canasta de consumo, generando una gran acogida por parte de ellos.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	Retail financiero 25.400 (29,50%) Retail -21.725 (-7,15%) (memoria año 2018)

Empresas Falabella

S.A.C.I. Falabella es una sociedad anónima abierta, inscrita en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero, con el N° 582. La sociedad S.A.C.I. Falabella se constituyó bajo la razón social de “Sociedad Anónima Comercial Industrial Falabella SACIF”, siendo la última aquella acordada en junta extraordinaria de accionistas celebrada el 20 de agosto del año 2018. Se encuentra sujeta a las disposiciones de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores y la normativa de la Comisión para el Mercado Financiero, entre otras. Por su parte, las sociedades filiales de S.A.C.I. Falabella, dependiendo de las actividades que realizan, se encuentran sometidas a las disposiciones de la Ley de Protección al Consumidor, de la Ley General de Bancos, normativa de la Comisión para el Mercado Financiero y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, entre otras. Por último, cabe hacer presente que la actividad de las filiales en países distintos de Chile se encuentra regulada por la normativa propia de tales jurisdicciones.

Los objetos de la sociedad son: 1) la instalación y explotación, directamente o a través de terceros, en el país o en el extranjero, de todo tipo de establecimientos comerciales, tiendas,

almacenes y supermercados, destinados al comercio minorista de toda clase de productos y servicios, entre ellos: ropa de vestir, incluyendo materias primas, tejidos, ropa hecha y confecciones, adornos y complementos; toda clase de artículos o productos de ferretería, menaje de casa o equipos para el hogar, artículos eléctricos o electrónicos, tales como radios, receptores, televisores, computadores, cocinas, lavadoras y otros de naturaleza similar, y en general, toda clase de productos y servicios susceptibles de comercialización minorista en grandes tiendas, almacenes y supermercados; 2) la instalación y explotación directamente o a través de terceros, en el país o en el extranjero, de los talleres o fábricas destinados a la preparación y producción de los artículos de cuya comercialización se trata; 3) la compraventa, importación, exportación y comercialización en general de los productos mencionados; 4) la organización, puesta en marcha, desarrollo y administración, en el país o en el extranjero, por sí o a través de las sociedades de las cuales forme parte o en las que tenga interés, de sistemas de promoción, otorgamiento de créditos y financiamiento de ventas al por menor, de todos los artículos, mercaderías, productos y servicios de cuya comercialización se trata; 5) la realización, directamente o a través de terceros, en el país o en el extranjero, de todo tipo de negocios inmobiliarios.

La sociedad ha registrado un gran número de marcas de productos que comercializa tanto en el país como en el extranjero, las principales marcas propias registradas y vigentes de Falabella son: Falabella, Sodimac, Homecenter, Homecenter Sodimac, Sodimac Constructor, Imperial, Maestro, Homy, Tottus, Precio Uno, CMR, Banco Falabella, Viajes Falabella, Seguros Falabella, Mallplaza, Open Plaza, Linio, Sybilla, Basement, Blue, Florencia, Harris & Frank, Holley, Mica, Qfeel, Scoop, Stefano Cocci, Textil Viña, Americanino, Newport, Apology, University Club, Coniglio, Denimlab, Yamp, Doo, Eleven, Roberta Allen, Bearcliff, Home Collection, Bauker, Kolor, Mr. Beef, Recco, Ubermann, Wurden, Ozom, click & collect y Fratta, entre otras.

la Sociedad cuenta con presencia geográfica en seis países de Latinoamérica: Argentina y Colombia, poseen Falabella y Sodimac, Brasil y Uruguay; Sodimac, por último, Chile y Perú; Falabella, Sodimac y Tottus.

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. Falabella
Ticker o Nomenclatura	FALABELLA
Clase de Acción	
Derechos de cada Clase	
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	Falabella es una de las compañías más grandes y consolidadas de América Latina. Desarrolla su actividad comercial a través de varias áreas de negocio, siendo las principales, la tienda por departamentos, grandes superficies, mejoramiento y construcción del hogar, compañía de financiamiento comercial CMR, banco, viajes y seguros Falabella. Cuenta con presencia en Chile, Argentina, Perú y Colombia.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	Supermercados. Mejoramiento del Hogar. Tiendas por departamento. Centros Comerciales. Servicios Financieros.

Cencosud (Paris)

Cencosud es una compañía chilena del sector retail, con presencia en Chile, Argentina, los que son sus dos mercados más grandes, además tiene operaciones en Brasil, Perú, Colombia y una oficina comercial en Shanghai, China. La Sociedad se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile bajo el N°743.

Cencosud S.A. es uno de los Holding de empresas más prestigiosas de retail en América Latina. Los principales negocios de la empresa corresponden a supermercados (la mayor línea de sus negocios), tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretención familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito). Todos realizados a través de sus filiales.

Su misión es trabajar, día a día, para llegar a ser el retailer más rentable y prestigioso de América Latina, basado en calidad de servicio, el respeto a las comunidades con las que convivimos y el compromiso de nuestro equipo de colaboradores. Todo esto, a través de los pilares básicos de nuestra empresa: visión, desafío, emprendimiento y perseverancia.

El grupo Cencosud mantiene registradas y en trámite de registro una serie de marcas comerciales en Chile, Argentina, Colombia, Brasil y Perú, entre las cuales se mencionan: Jumbo, Easy, Santa Isabel, Disco, Vea, Las Palmas del Pilar, Plaza Vea, Paris, Banco Paris, Tarjeta Cencosud, Wong, Metro, Gbarbosa, Sky Costanera y Puntos Cencosud, entre otras.

Además, se continúan desarrollando marcas propias como Krea, URB, Alpes Outdoor, NeüMobel, Roots, Veeden, Alaniz Home, Alaniz, Attimo, Green Field, Opposite, Tribu, Aussie, Mini Tribu, Nex, Foster, J.J.O., Umbrale, Umbrale Kids, PetsFun, BeefMaker y Moon by Foster, las que han tenido un gran éxito en el mercado.

El grupo Cencosud ha firmado contratos de licencias con reconocidas marcas internacionales como son American Eagle, Carter's, Women's Secret, Topshop, Topman, Aerie y Miss Selfridge. La Compañía tiene debidamente registradas -o en trámite de registro- en el Instituto Nacional de Propiedad Industrial que depende del Ministerio de Economía, las marcas necesarias para sus operaciones. De acuerdo con las normas legales, el registro de las marcas tiene una vigencia de 10 años renovables indefinidamente.

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A.
Ticker o Nemotécnico	CENCOSUD
Clase de Acción	
Derechos de cada Clase	
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Cencosud es una compañía chilena del sector retail, con presencia en Chile, Argentina, (sus dos mercados más grandes), además tiene operaciones en Brasil, Perú, Colombia y una oficina comercial en Shanghai, China.</p> <p>Sus principales negocios corresponden a supermercados (la mayor línea de sus negocios), tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y construcción, inmobiliario y centros comerciales, entretención familiar y servicios financieros (seguros, banco y tarjeta de crédito). Todos realizados a través de sus filiales.</p> <p>Su misión es trabajar, día a día, para llegar a ser el retailer más rentable y prestigioso de América Latina, basado en calidad de servicio, el respeto a las comunidades con las que convivimos y el compromiso de nuestro equipo de colaboradores.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	<p>Supermercados.</p> <p>Mejoramiento del Hogar y Construcción.</p> <p>Tiendas por departamento.</p> <p>Inmobiliario.</p> <p>Centros Comerciales.</p> <p>Entretención Familiar.</p> <p>Servicios Financieros.</p>

Cantidad de metros cuadrados de la industria comparada

Empresa	Superficie
Hites	5.500 Mt2.
Falabella	3.051.342 Mt2 Superficie de venta
	3.203.000 Mt2 Superficie Arrendable (504 Centros 43 comerciales Tiendas).
Tricot	900 Mt2 90 tiendas (ropa)
	50 Mt2. Aprox. (32 tiendas de artículos electrónicos).
Paris	766.000 Mt2 (14 centros de distribución).

Se puede apreciar que Falabella es una de las tiendas que tiene mayor cantidad de metros cuadrados por tienda, seguido por París. En el caso de Tricot alcanza como promedio total de 900Mt2 en sus tiendas de ropa, representando un 1,30% si se compara con el total de metros cuadrados por tienda de Falabella.

3.6 Descripción del financiamiento de la empresa

Financiamiento vía Bonos.

Empresas Tricot, al 30 de junio de 2019 no presenta financiamiento vía bonos.

3.7 Estimación de la estructura de capital de la empresa

Para estimar la estructura de capital de Tricot, debemos calcular la deuda financiera de la empresa entre los años 2015, 2018 y lo correspondiente al 30 de junio de 2019.

3.8 Cálculo de la deuda financiera.

La deuda financiera se extrajo de los estados financieros de cada año, mismos que fueron auditados por Deloitte y publicados en las memorias anuales de empresas Tricot, y que se encuentra reflejados en las cuentas “otros pasivos financieros corrientes” y “otros pasivos financieros no corrientes”, los cuales entregan los siguientes resultados:

3.8.1 Deuda Financiera de Empresas Tricot.

	2015 UF	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 ¹ UF
Otros Pasivos Financieros Corrientes	967.914	801.824	597.537	818.215	638.480
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	657.350	320.967	119.419	362.296	548.686
TOTAL, DEUDA FINANCIERA	1.625.264	1.122.790	716.956	1.180.511	1.187.165

Tabla 3 Deuda Financiera de Empresas Tricot.

3.8.2 Patrimonio económico

El patrimonio económico, se calcula a partir del número de acciones vigentes y el precio de mercado de la acción

	2015 UF**	2016 UF**	2017 UF	2018 UF	2019 ¹ UF
Nº total de acciones suscritas y pagadas*	0	0	428.709.497	428.709.497	428.709.497
Precio Acción	0	0	837,99	965	860
Patrimonio en UF	0	0	13.405.941	15.007.902	13.210.680

* Obtenido de estados financieros Empresas Tricot

** Empresas Tricot transa en bolsa a partir del año 2017, anteriormente transaba en un mercado secundario no bursatil

Tabla 4 Patrimonio económico bursátil de Empresas Tricot

3.8.3 Estructura de capital objetivo

A partir de los resultados obtenidos en de la deuda financiera y patrimonio económico, se obtiene el valor de los activos o valor de la empresa.

Valor de la Empresa	2015 UF*	2016 UF*	2017 UF	2018 UF	2019 ¹ UF
Deuda Financiera Total	1.625.264	1.122.790	716.956	1.180.511	1.187.165
Patrimonio Económico	3.038.184	3.478.486	13.405.941	15.007.902	13.210.680
Valor Total de la Empresa	4.663.448	4.601.276	14.122.896	16.188.413	14.397.846

* Patrimonio económico reflejado en valor contable

Tabla 5 Valor Económico de Empresas Tricot.

A partir de los datos de los activos, deuda financiera y patrimonio económico, se calcula la estructura de capital para cada uno de los años involucrados en nuestro análisis. Para obtener la estructura de capital objetivo, se calculan el porcentaje de la deuda y el patrimonio económico, sobre el valor total de la empresa, el resultado para cada uno de los años se estima como el promedio relativo en base a la información obtenida de la empresa.

Cabe señalar, que para el cálculo de la estructura para el año 2017, solo considera el 3T del año, que es cuando se abrió a bolsa.

	2015**	2016**	2017 ²	2018 ²	2019 ¹	Objetivo
B/V	34,85%	24,40%	5,08%	7,29%	8,25%	6,87%
P/V	65,15%	75,60%	94,92%	92,71%	91,75%	93,13%
B/P	53,49%	32,28%	5,35%	7,87%	8,99%	7,38%

Tabla 6 Estructura de Capital Objetiva.

Donde,

B: Deuda Financiera.

V: Valor de los Activos.

P: Patrimonio Económico.

Por lo tanto, para estimar el costo patrimonial de la empresa y el costo de la deuda, se utilizarán los ratios obtenidos en la columna “objetivo”.

3.9 Estimación del costo patrimonial y costo de capital

i. Estimación del costo patrimonial de Empresas Tricot.

Para realizar el cálculo del costo patrimonial se utilizarán los siguientes supuestos:

- Tasa libre de riesgo de 1,06% (BCU al 27 de junio de 2019)
- Premio por riesgo de mercado (PRM): 6,96%.
- La tasa de impuesto marginal promedio del año 2017, 2018 y 2019 asciende a 26,6%.
- Tasa de impuesto a las corporaciones en el largo plazo es del 27%.

Se realizarán los siguientes cálculos:

- Beta patrimonial de Empresas Tricot.
- Costo de la Deuda (K_b)
- Beta de la Deuda (β_d)
- Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)
- Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)
- Beta Patrimonial Con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)
- Costo Patrimonial (K_p)
- Costo de capital (K_0)

ii. Estimación del beta patrimonial de la acción.

El beta patrimonial de la acción se determina mediante el modelo de mercado:

$$(R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon)$$

Para este caso se estimará un solo beta, ya que, desde su fecha de apertura a bolsa hasta la fecha de cierre del presente informe, solo se cuenta con 99 retornos semanales lo que impide estimar betas pasados. Para estimar el beta de Tricot, se tomaron los precios accionarios semanales desde la fecha en que la empresa entró a Bolsa de Comercio (agosto 2017, hasta el cierre de junio del año 2019), con esto precios se estimó el retorno por acciones. De la misma forma, y con el objetivo de comparar dichos retornos, se extrajeron de la Bolsa, los precios del índice IGPA, para calcular su retorno. Obteniendo ambos resultados se generó una regresión simple la cual arrojo como resultado un beta de 1,13, es decir, un beta significativo.

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,56663882
Coefficiente de determinación R ²	0,32107955
R ² ajustado	0,31408037
Error típico	0,02957344
Observaciones	99

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,04012077	0,04012077	45,8738823	9,7389E-10
Residuos	97	0,08483509	0,00087459		
Total	98	0,12495586			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	0,00030573	0,00297307	0,10283295	0,91830785	-0,00559499	0,00620644	-0,00559499	0,00620644
.SPCLXIGPA	1,13180226	0,16710437	6,77302608	9,7389E-10	0,80014634	1,46345818	0,80014634	1,46345818

Tabla 7 Estimación beta de la acción, significancia y presencia bursátil 2017-2019.

*No hay datos suficientes para realizar el cálculo del Beta de la acción y significancia para los años 2017 y 2018, ya que comienza su transacción en bolsa en agosto 2017.

**Empresas Tricot comienza a transar en bolsa desde agosto de 2017.

3.9.1 Costo de la Deuda (K_b)

Dado que empresas Tricot no posee deuda vía bonos al cierre de junio de 2019, no obstante, en la Nota 14 de los estados financieros razonados de la empresa al 31 de diciembre de 2017 y al 31 de diciembre de 2018, se explicita que la tasa total de todos los préstamos bancarios asciende al 6,2% y 5,9% nominal en pesos chilenos. Considerando que la inflación del año 2017 y 2018 es de 2,27% y 2,57%, respectivamente. Utilizando la paridad de Fisher obtenemos que las tasas reales en UF para el año 2017 y 2018 ascienden a 3,84% y 3.25%, respectivamente. Basado en la información expuesta, es que estimaremos el costo de la deuda como el promedio de las tasas de deuda de los años 2017 y 2018, el cual corresponde a 3.55%.

3.9.2 Beta de la Deuda. (β_d)

Dados los supuestos expuestos anteriormente, estimaremos el beta de la deuda. Para esto, trabajaremos con el costo de la deuda estimado en el punto anterior, para continuar aplicando la fórmula de CAPM, con lo que obtenemos un beta de la deuda de 0,36

$$\begin{aligned}k_b &= r_f + [E(R_m) - r_f]\beta_d \\k_b &= r_f + [PRM]\beta_d \\k_b &= r_f + [PRM]\beta_d \\3,55 &= 1,06 + [6,96]\beta_d \\ \beta_d &= 0,36\end{aligned}$$

3.9.3 Beta de la Acción. ($\beta_p^{C/D}$)

El beta de la acción con deuda ($\beta_p^{C/D}$) que se utilizará para futuros cálculos es el obtenido mediante la regresión de 99 datos semana las de las acciones de Empresas Tricot, correspondientes al beta al cierre de junio de 2019.

$$\beta_p^{C/D} = 1,1318$$

3.9.4 Beta Patrimonial Sin Deuda. ($\beta_p^{S/D}$)

Una vez registrado el beta de la acción, es necesario desapalancarlo con la estructura de capital de la compañía. Utilizaremos el promedio relativo de los años 2017 al 2019, ya que el beta fue estimado con esos parámetros.

La tasa de impuestos a utilizar será de 26,6%, correspondiente al promedio relativo de las tasas efectivas de los ejercicios 2017, 2018 y 2019. La estructura de capital utilizada es la estructura de los mismos años mencionados

Para desapalancar el beta estimado, considerando que el costo de la deuda es mayor que la tasa libre de riesgo, utilizaremos el modelo de Rubinstein, en donde:

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

$$1,131 = \beta_p^{s/d} * (1 + (1 - 26,6\%) * 7,38\%) - 0,36 * (1 - 26,6\%) * 7,38\%$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{1,1513}{1,0541}$$

$$\beta_p^{s/d} = 1,0922$$

3.9.5 Beta Patrimonial Con Deuda. ($\beta_p^{c/D}$)

Una vez obtenido el beta patrimonial sin deuda $\beta_p^{s/d}$, debemos apalancarlo con la estructura de capital objetiva de la empresa, la cual es 7.38% de B/P.

La tasa de impuesto a utilizar será de 27%, la cual es la tasa legal a largo plazo.

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

$$\beta_p^{c/d} = 0,92 * (1 + (1 - 27\%) * 7,38\%) - 0,36 * (1 - 27\%) * 7,38\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,1316$$

3.9.6 Costo Patrimonial. (K_p)

Una vez obtenido el beta patrimonial con deuda, utilizaremos el modelo de CAPM y de acuerdo a la estructura de capital objetiva de la empresa, estimaremos el costo patrimonial, al cual debemos agregar el premio por liquidez, ya que las acciones de nuestra compañía solo tienen un 51,11% de presencia bursátil.

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_p^{c/d}$$

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{c/d} + \text{Premio por Liquidez}$$

$$K_p = 1,06\% + 6,96\% * 1,1316 + 1\%$$

$$K_p = 9,94\%$$

3.9.7 Costo de Capital. (K_0)

Con los datos obtenidos en los cálculos anteriores y, utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado, se procederá a estimar el Costo de Capital de Empresas Tricot, misma que se utilizará para descontar posteriormente para descontar los flujos de caja libre proyectados.

$$K_0 = K_p \left(\frac{P}{V} \right) + K_b (1 - tc) \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$K_0 = 9,94\% * 93,13\% + 3,55\% * (1 - 27\%) * 6,87\%$$

$$K_0 = 9,43\%$$

4 ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

Para calcular las tasas de crecimiento reales de la empresa por tipo de producto, procedemos a identificar los ingresos por actividades ordinarias (ventas retail) que posee Empresas Tricot para los años 2015 al 2018 y para 2019 al 31 de junio.

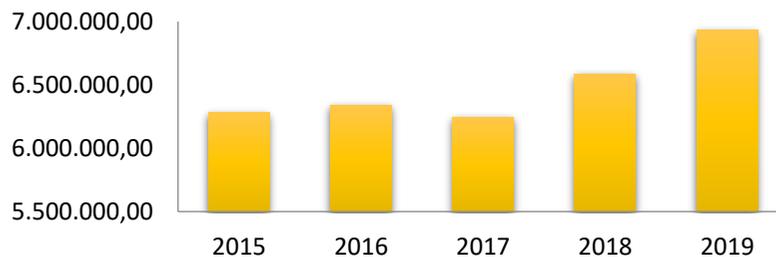
Ingresos por Año	
Año	Ingresos expresados en UF
2015	6.283.193
2016	6.341.110
2017	6.246.536
2018	6.586.638
2019**	6.909.383

** Ingresos proyectados al 31-12-2019

Tabla 8 Ingresos por año.

En base al comportamiento de los datos históricos podemos observar que no existen cambios bruscos en los ingresos, lo que se contrapone con la constante apertura de nuevas tiendas a lo largo de país (en promedio 5 tiendas anuales), donde se pudiese asumir que un incremento de éstas es conducente a un aumento en el nivel de ingresos. En este caso no existe una correlación entre ambas variables, ya que este sector retail requiere someterse a un proceso de maduración, lo que mayormente puede durar un par de años, para finalmente lograr incrementar sus ingresos.

Ingresos expresados en UF



Relacionado con lo anterior, a continuación, se entrega el dato de la cantidad de tiendas existentes al cierre de los años fiscales 2015 al 2018, obteniendo un promedio de 5 nuevas tiendas por año.

Cantidad de Tiendas		
Año	Retail	Apertura
2015	76,00	-
2016	78,00	2
2017	85,00	7
2018	90,00	5
PROMEDIO		5

Tabla 9 Cantidad de tiendas operativas por año.

Como se puede apreciar en la tabla 9, empresas Tricot mantiene hasta el año 2018 un total de 90 tiendas retail, las que, de acuerdo a la información obtenida en las memorias de la compañía, han ido incrementándose a lo largo del tiempo. Este tipo de tiendas se dedica a la venta vestuario y calzado. Si se estima el promedio de tiendas aperturadas desde el año 2015 al 2018, nos da como resultado un promedio de 5 tiendas por año.

Adicionalmente, empresas Tricot posee 32 tiendas de venta de artículos electrónicos, las cuales, de acuerdo a la información obtenida de las memorias de la compañía, han ido disminuyendo con el paso de los años. Estas tiendas poseen en promedio 50 Mts², sumando en promedio un total 1.600 Mts².

Analizando la información financiera de la empresa, se aprecia que no existe una apertura por segmento (retail y connect), por lo no es posible establecer qué porcentaje de ventas corresponde a un segmento u otro. En relación a esto, es que para el análisis de los datos utilizados para la proyección de las ventas sólo se incluyeron en los cálculos realizados los Mts totales correspondientes al segmento retail, considerando su peso relativo en cuanto a la cantidad de metros cuadrados totales que representa (98%) versus los metros totales de connect (2%).

Dicho lo anterior, a continuación, se detalla la información utilizada para el cálculo que nos servirá para proyectar las ventas de la empresa

Total, de tiendas	Promedio total Mts ²	Total tiendas x promedio de Mts ²	Promedio tiendas aperturadas por año	Promedio Mts ² x promedio de tiendas aperturadas
90 tiendas	900 mts ²	81.000	5	4.500

Lo que se muestra en el cuadro, es la multiplicación del total de tiendas por el promedio total de Mts², lo que da como resultado que Tricot posee en total 81.000 Mts² con la totalidad de sus tiendas, asimismo, si el mismo promedio de total de Mts² lo multiplicamos por el promedio de tiendas aperturadas, nos da como resultado 4.500 Mts² de apertura anual.

Los datos estimados anteriormente son parte de los elementos que nos permitirán obtener un porcentaje que se utilizará como crecimiento de las ventas.

Realizando la proyección de Mts² para cada año, se calcular la tasa de crecimiento de Mts² por año, esta tasa de crecimiento se podrá ver afectada por la desaceleración de la industria por lo que se asume que solo crecerán en un 80%

Teniendo los cálculos mencionados, continuamos aplicando las tasas por concepto de inflación que se tienen consideradas como proyección por el FMI para los años 2019 al 2023. Aplicadas las tasas, se asume que por este concepto se cubre la diferencia del 80% del crecimiento de las tasas por Mts². Con ambos supuestos se calculan las tasas que serán aplicadas a las ventas proyectadas

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
M2 proyectados	81.000	85.500	90.000	94.500	99.000	103.500
Crecimiento en M2 (80%)		5,56%	5,26%	5,00%	4,76%	4,55%
Crecimiento del Pib Proyectado		2,50%	3,00%	3,00%	3,20%	3,20%
Crec. Ventas Proyectadas*		4,9%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%

* Tasa de crecimiento ponderada en un 80% por el aumento en Mts² y un 20% por las estimaciones del PIB.

Tabla 10 Estimaciones de crecimiento.

4.3 Perspectivas de crecimiento de la industria 2019 al 2023

En línea con lo anteriormente calculado, más la información que nos proveen distintas fuentes, en cuanto a las perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 al 2023, lo cual se ve directamente relacionado con el crecimiento del PIB, será entre un 2,4% y un 3% se estima que crecerá el retail al 2021, mayormente explicado por “la madurez del sector haciendo difícil llegar a las tasas de crecimiento como las vistas durante años anteriores o como las que experimentan países que se encuentran en una etapa de desarrollo menos madura, donde el

retail aún tiene mucho espacio por conquistar". A esto se le suman otros factores como la situación económica nacional y las tasas de desempleo.

4.4 Análisis de Costos de Operación

Dentro de este concepto se encuentran tres cuentas:

Los costos de venta: incluyen el costo de adquisición de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen principalmente los costos de adquisición netos de descuentos obtenidos, los gastos e impuestos de internación no recuperables, los seguros y el transporte de los productos hasta los centros de distribución.

Adicionalmente los costos de venta incluyen los costos de operación del negocio financiero como remuneraciones directas, honorarios por asesorías, gastos de cobranza, arriendos y gastos comunes de puntos de venta, etc., y las pérdidas por deterioro de la cartera. En promedio los costos de venta para los años 2015 al 2019 corresponden a un 64% de las ventas

Costos de distribución: bajo este concepto nos encontramos con las remuneraciones, los beneficios, fletes, otros, amortización y depreciación. Los costos de distribución en promedio representan un 2% de los ingresos por venta

Costos de administración; aquí nos encontramos con las cuentas de remuneraciones y beneficios, honorarios, servicios básicos, mantención, materiales y suministros, viajes y estadía, publicidad, impuestos, contribuciones y costos, comisiones venta tarjeta de crédito, retiro remesas banco, muestras y otros gastos. Estos costos en promedio para los años 2015 y 2019 representan un 18% de los ingresos por venta.

4.5 Análisis de Cuentas no operacionales

Analizando los estados financieros de Empresas Tricot podemos identificar qué cuentas son no operacionales, además de identificar cuáles son o no de carácter recurrente. Conocer las cuentas es de suma importancia para cómo es el negocio de esta compañía, ya que de ella dependen diversos factores que permitirán conocer cuáles de ellas son sensibles ante decisión de inversión y/o apalancamiento financiero.

Cuentas	Recurrentes 2015-2016	Recurrentes 2017-2019	Recurrentes 2015-2019
8Otras ganancias (perdidas)*	<ul style="list-style-type: none"> - Indemnización seguros - Reajustes de impuestos - Reajustes de impuestos - Excedentes devolución Sernac. - Indemnización seguros. - Perdida por baja de activo fijo 	<ul style="list-style-type: none"> - Gastos apertura bolsa 	<ul style="list-style-type: none"> - Otros ingresos (gastos) IVA proporcional - Multas laborales Otros ingresos (egresos)
Ingresos financieros			<ul style="list-style-type: none"> - Intereses ganados por colocaciones. - Diferencias por tipo de cambio de operaciones de derivado
Costos financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Otros gastos bancarios e importación 	<ul style="list-style-type: none"> - Diferencia de cambio por operaciones de derivado (Forward) 	<ul style="list-style-type: none"> - Gastos por intereses, préstamos
		<ul style="list-style-type: none"> - Gastos por intereses, préstamos bancarios 	<ul style="list-style-type: none"> - Otros gastos bancarios e importación bancarios
Diferencias tipo de cambio			<ul style="list-style-type: none"> - Diferencia de cambio - Diferencia de cambio por depósitos en US\$ préstamos US\$
Resultados por unidades de reajuste			<ul style="list-style-type: none"> - Reajuste de impuestos - Reajuste de préstamos en UF - Otros resultados por unidad de reajuste

* Durante el año 2017 existió una diferencia de cambio por operaciones de derivado con un swap

4.6 Análisis de Activos

La empresa cuenta con el siguiente desglose de activos operacionales del año 2015 al 2019

Activos Operacionales	Activos no operacionales
<ul style="list-style-type: none"> ● Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar. ● Cuentas por cobrar a entidades relacionadas. ● Inventarios. ● Activos intangibles distintos de la plusvalía ● Propiedades, planta y equipo, neto ● Activos por impuestos diferidos ● Activos por derecho de uso contrato arrendamiento 	<ul style="list-style-type: none"> ● Activos por Impuestos corrientes ● Otros activos no financieros (AC) ● Otros activos no financieros (ANC) ● Efectivo y equivalente de efectivo ● Otros activos financieros

A continuación se describen los activos no operacionales

Activos no operacionales	Explicación
Efectivo y equivalente de efectivo	En esta cuenta encontramos la caja, los saldos en bancos (cuentas corrientes) y los depósitos a plazo. Para este caso, consideramos que la caja no es un activo operacional considerando que empresas Tricot utiliza poca deuda por lo que debiesen juntar caja para invertir después.
Activos por Impuestos corrientes	Corresponde a la diferencia entre a provisiones en impuestos de primera categoría, en CINIIF y el pago por provisiones mensuales, impuestos por recuperar de ejercicios anteriores y créditos por gastos en educación. Es decir, pasivos por impuesto corrientes y activos por impuesto corriente
Otros activos no financieros (AC)	Corresponden a contratos publicitarios, cuentas del personal, anticipos de arriendo, pólizas de seguro, reclamos de seguro, otros deudores, insumos, pagos web y otros gastos diferidos tales como licencias, pasajes aéreos no consumidos, mantención y soporte de sistemas, entre otros
Otros activos no financieros (ANC)	Consiste en garantías de arriendo, boletas de garantía y otros activos no financieros no corrientes
Otros activos financieros	Se utiliza como una garantía por concepto de reserva de liquidez para operar como emisor de tarjeta de crédito ante la Comisión para el Mercado Financiero CMF.

5 VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

Este tipo de valoración parte de la posibilidad de comparar los valores de dos o más activos que se consideran similares y/o comparables por el mercado. Para el presente estudio se utilizarán las empresas que anteriormente definimos como Benchmark de Empresas Tricot, debido a que poseen similitudes en múltiples aspectos de negocio y además actúan en mercados similares.

5.3 Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria:

A continuación, se presentan los valores estimados y la forma de estimar cada uno de los mismos.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)
	VALUE TO BOOK RATIO
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

Datos para cálculos de ratios.

	Cifras en	Falabella		Cencosud		Hites		Tricot	
		1S 2018	1S 2019	1S 2018	1S 2019	1S 2018	1S 2019	1S 2018	1S 2019
Market Price per-Share ²	\$	5.988,00	4.424,90	1.597,67	1.330,00	589,90	451,80	970	860
Number of Shares	N°	2.434.465.103	2.508.844.629	2.863.129.447	2.863.129.447	377.124.663	377.124.663	428.709.497	428.709.497
Earnings per Share	\$	232,41	216,72	141,16	93,87	40,19	38,15	80,04	33,71
Market Value of Equity.	M\$	14.577.577.037	11.101.386.599	4.574.336.024	3.807.962.165	222.465.839	170.384.923	415.848.212	368.621.574
Market value of debt	M\$	4.032.040.737	3.278.173.893	3.387.841.977	3.399.939.361	135.515.302	129.920.583	16.078.263	1.187.165
Cash	M\$	213.362.996	192.945.213	146.913.919	959.437.444	36.060.379	38.195.100	49.320.381	49.596.763
EBITDA	M\$	601.751.780	595.136.556	269.809.167	388.632.563	13.575.000	18.923.000	13.992.390	11.494.262
EBIT	M\$	447.903.794	380.105.494	162.434.668	230.907.806	8.723.000	9.689.000	11.761.734	9.141.083
Book Value of Equity	M\$	5.472.158.674	5.975.580.018	3.743.864.381	4.735.023.214	134.518.818	127.456.854	132.909.066	130.966.408
Book Value of Debt	M\$	4.032.040.737	3.278.173.893	3.387.841.977	3.399.939.361	173.986.955	300.873.128	56.411.558	140.504.446
Revenues ¹	M\$	9.120.455.981	9.343.483.052	10.555.511.813	9.684.008.093	154.537.611	326.196.121	176.424.392	185.371.391
Enterprise Value (EV)	M\$	18.396.254.778	14.186.615.279	7.815.264.082	6.248.464.082	321.920.762	262.110.406	382.606.094	320.211.976

Elaboración propia. ¹ anualizado y ²se mantiene el valor original sin tanto por miles

MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per-share/Earnings per-share
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash) / EBITDA
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash) / EBIT
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity / Book Value of Equity
VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt) / (Book Value of Equity + Book Value of Debt)
PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity) / Revenues
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash) / Revenues

PRICE-EARNING (PRECIO UTILIDAD) (PE)

Precio = utilidad por acción + Price Earning Ratio Industria

$$Precio = \$ 33.71 * 16.37$$

$$Precio = \$551.54$$

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA				% Dif. Precio vs Precio Real
	Valor de empresa	Patrimonio	Precio	
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	552	-36%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado al cierre de junio de 2019, se observa que el primero resulta ser inferior en un 36% respecto del segundo.

ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)

*Valor de empresa = EBITDA * Enterprise Value To EBITDA Industria*
*Valor de empresa = \$11.494.262 * 22,84*

$$Valor de empresa = \$262.478.518$$

Patrimonio = Valor empresa - Deuda financiera - Interés minoritario
Patrimonio =

$$\$262.478.518 - \$ 1.178.165 + \$49.596.763$$

$$Patrimonio = \$310.897.116$$

$$Precio = \frac{Patrimonio}{Cantidad de acciones al 30 de junio 2019}$$

$$Precio = \frac{310.897.116}{428.709.497}$$

$$Precio = 725,19$$

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA				% Dif. Precio vs Precio Real
	Valor de empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio	
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	262.487.518	310.897.116	725	-16%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado al cierre de junio de 2019, se observa que el primero resulta ser inferior en un 16% respecto del segundo.

ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)

*Valor de empresa = EBIT * Enterprise Value To EBIT Industria*
*Valor de empresa = \$9.141.083 * 36,25*

Valor de empresa = \$331.403.293

Patrimonio = Valor empresa – Deuda financiera – Interés minoritario
Patrimonio = \$331.403.293 - \$1.187.165 + \$49.596.763

Patrimonio = \$379.812.890

$$\text{Precio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Cantidad de acciones al 30 de junio 2019}}$$
$$\text{Precio} = \frac{379.812.890}{428.709.497}$$
$$\text{Precio} = 885,94$$

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA				% Dif. Precio vs Precio Real
	Valor de empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio	
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	331.403.293	379.812.890	886	3%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado al cierre de junio de 2019, se observa que el primero resulta ser superior en un 3% respecto del segundo.

PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)

$\text{Patrimonio} = \text{Valor en libros del patrimonio} * \text{Price to book equity Industria}$
 $\text{Patrimonio} = \$130.966.408 * 1,59$

Patrimonio = \$208.201.105

$$\text{Precio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Cantidad de acciones al 30 de junio 2019}}$$
$$\text{Precio} = \frac{208.201.105}{428.709.497}$$

Precio = \$485,65

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA				% Dif. Precio vs Precio Real
	Valor de empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio	
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	208.201.105	486	-44%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado al cierre de junio de 2019, se observa que el primero resulta ser inferior en un -44% respecto del segundo.

VALUE TO BOOK RATIO

$\text{Valor de empresa} = \text{Valor libro de la empresa} * \text{Price to book equity Industria}$
 $\text{Valor de empresa} = \$221.874.091 * 1,23$

Valor de empresa = \$272.754.427

$\text{Patrimonio} = \text{Valor empresa} - \text{Deuda financiera} - \text{Interés minoritario}$
 $\text{Patrimonio} = \$272.754.427 - \$1.178.165 + \$49.596.763$

Patrimonio = \$ 321.164.024

$$\text{Precio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Cantidad de acciones al 30 de junio 2019}}$$
$$\text{Precio} = \frac{321.164.024}{428.709.497}$$

Precio = \$749,14

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA				% Dif. Precio vs Precio Real
	Valor de empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio	
VALUE TO BOOK RATIO	272.754.427	321.164.024	749	-13%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado al cierre de junio de 2019, se observa que el primero resulta ser inferior en un 13% respecto del segundo.

PRICE TO SALES RATIO (PS)

Patrimonio = Ventas * Price to sales ratio Industria Patrimonio = \$185.371.391 * 0,56

Patrimonio = \$ 103.324.956

$$Precio = \frac{Patrimonio}{Cantidad\ de\ acciones\ al\ 30\ de\ junio\ 2019}$$

$$Precio = \frac{103.324.956}{428.709.497}$$

Precio = \$241,01

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA				% Dif. Precio vs Precio Real
	Valor de empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio	
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	103.324.956	241	-72%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado al cierre de junio de 2019, se observa que el primero resulta ser inferior en un 72% respecto del segundo.

ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

Valor de empresa = Ventas * Enterprise value to sales ratio Industria Valor de empresa = \$185.371.391 * 1,30

Valor de empresa = \$241.219.657

Patrimonio = Valor empresa – Deuda financiera – Interés minoritario Patrimonio = \$241.219.657 - \$1.178.165 + \$49.596.763

Patrimonio = \$289.629.254

$$\text{Precio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Cantidad de acciones al 30 de junio 2019}}$$

$$\text{Precio} = \frac{289.629.254}{428.709.497}$$

Precio = \$675,58

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA				% Dif. Precio vs Precio Real
	Valor de empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio	
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	241.219.657	289.629.254	676	-21%

Para sintetizar, se presentan consolidados los valores estimados:

VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA					% Dif. Precio vs Precio Real
TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Valor de empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio	
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			552	-36%
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	262.487.518	310.897.116	725	-16%
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	331.403.293	379.812.890	886	3%
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		208.201.105	486	-44%
	VALUE TO BOOK RATIO	272.754.427	321.164.024	749	-13%
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)		103.324.956	241	-72%
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	241.219.657	289.629.254	676	-21%

6 CONCLUSIONES

La Valoración por Múltiplos es heterogénea con relación a los múltiplos comparables con los resultados de la industria en la cual se desempeña, es por este motivo que no es un resultado muy preciso, sin embargo, entrega información relativa del valor de la empresa en relación al precio transado a junio de 2019.

Con la información obtenida a junio de 2019, podemos observar que el precio promedio de la acción de Tricot es de 616,31, lo que representa una variación del -28%. Analizando los valores obtenidos en cada uno de los ratios calculados, obtenemos un rango de valores estimados para el valor de su acción que va desde los \$241,01 CLP hasta \$ 885,94 CLP, siendo el valor al cierre de junio \$ 859,84 CLP. Podemos ver que existe una diferencia de un -72% entre el valor estimado y el valor de la industria para el caso más extremo y una variación del 3% para el valor más alto estimado por el método de múltiplos.

Como podemos observar, solamente el precio de la acción obtenido mediante el ratio ENTERPRISE VALUE TO EBIT, es cercano al valor de mercado de la acción, incluso siendo este último levemente sobrepasando por la estimación.

Si bien los parámetros de Empresas Tricot no son tan distantes de los parámetros de la industria, existen diferencias en sus niveles de deuda. En comparación con el resto de los actores de la industria considerados para este ejercicio, la deuda de Empresas Tricot es baja, lo que puede producir que la acción se vea subponderada con respecto a los valores de la industria.

7 BIBLIOGRAFÍA

- Memoria Anual Empresas Tricot 2015.
- Memoria Anual Empresas Tricot 2016.
- Memoria Anual Empresas Tricot 2017.
- Memoria Anual Empresas Tricot 2018.
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010.
- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002).
- Weighted Average Cost of Capital.
- Memoria Anual SACI Falabella 2018.
- Memoria Anual CENCOSUD 2018.
- Memoria Anual SACI Hites 2018.
- Página "Comisión para el Mercado Financiero, www.cmf.cl"
- Página "Fondo Monetario Internacional, www.imf.org"

8 ANEXOS

Sucursales Empresas Tricot por año

2015			
RETAIL		CONNECT	
Nº Sucursal	Nombre Sucursal	Nº Sucursal	Nombre Sucursal
1	Arica	1	Iquique
2	Iquique	2	Copiapó
3	Antofagasta	3	Vallenar
4	Calama	4	Ovalle
5	Copiapó	5	Ovalle II
6	Vallenar	6	La Serena
7	Vallenar II	7	Valparaiso
8	Coquimbo	8	Villa Alemana
9	Ovalle	9	La Calera
10	Ovalle II	10	San Felipe
11	La Serena	11	Los Andes
12	La Serena Hotel	12	Quillota
13	Illapel	13	La Ligua
14	La Ligua	14	Rancagua
15	San Antonio	15	San Vicente de Tagua Tagua
16	Valparaiso	16	San Fernando
17	Viña del Mar	17	Rengo
18	Mall Viña del Mar	18	Santa Cruz
19	Villa Alemana	19	Talca
20	El Belloto	20	Linares
21	La Calera	21	Parral
22	San Felipe	22	San Javier
23	Quilpué	23	Constitución
24	Quillota	24	Concepción
25	Rancagua	25	San Carlos
26	San Vicente de Tagua Tagua	26	Chillan
27	San Fernando	27	Los Angeles
28	Santa Cruz	28	Temuco
29	Rengo	29	Villarrica
30	Talca	30	Angol
31	Linares	31	Santiago
32	Linares II	32	La Cisterna
33	Parral	33	El Bosque
34	San Javier	34	Puente Alto

35	Curicó	35	Talagante
36	Cauquenes	36	Buin
37	San Carlos		
38	Chillán		
39	Los Angeles		
40	Los Angeles II		
41	Concepción Teatro		
42	Concepción II		
43	Talcahuano		
44	Tomé		
45	Angol		
46	Angol II		
47	Temuco		
48	Temuco II		
49	Temuco III		
50	Villarrica		
51	Valdivia		
52	Valdivia II		
53	La Union		
54	Osorno		
55	Pto. Montt		
56	Mall Pto. Montt		
57	Castro		
58	Coyhaique		
59	Punta Arenas		
60	Monjitas		
61	Estado		
62	Alameda		
63	Maipú		
64	Mall Arauco Maipú		
65	Puente Alto		
66	Melipilla		
67	Talagante		
68	San Bernardo		
69	Buin		
70	Buin II		
71	Gran Avenida		
72	Florida Center		
73	Mall Paseo Quilin		
74	Irarrázabal		
75	El Bosque		
76	Apumanque		

2016			
RETAIL		CONNECT	
Nº Sucursal	Nombre Sucursal	Nº Sucursal	Nombre Sucursal
1	Arica	1	Iquique
2	Iquique	2	Copiapó
3	Antofagasta	3	Vallenar
4	Calama	4	Ovalle
5	Copiapó	5	Ovalle II
6	Vallenar	6	La Serena
7	Vallenar II	7	Valparaiso
8	Coquimbo	8	Villa Alemana
9	Ovalle	9	La Calera
10	Mall Ovalle	10	San Felipe
11	Ovalle II	11	Los Andes
12	La Serena	12	Quillota
13	La Serena Hotel	13	La Ligua
14	Illapel	14	Rancagua
15	La Ligua	15	San Vicente de Tagua Tagua
16	San Antonio	16	San Fernando
17	Valparaiso	17	Rengo
18	Viña del Mar	18	Santa Cruz
19	Mall Viña del Mar	19	Talca
20	Villa Alemana	20	Linares
21	El Belloto	21	Parral
22	La Calera	22	San Javier
23	San Felipe	23	Constitución
24	Quilpué	24	Concepción
25	Quillota	25	San Carlos
26	Los Andes	26	Chillan
27	Rancagua	27	Los Angeles
28	San Vicente de Tagua Tagua	28	Temuco
29	San Fernando	29	Villarrica
30	Santa Cruz	30	Angol
31	Rengo	31	Santiago
32	Talca	32	La Cisterna
33	Linares	33	El Bosque
34	Linares II	34	Puente Alto
35	Parral	35	Talagante
36	San Javier	36	Buin
37	Curicó		
38	Cauquenes		
39	San Carlos		

40	Chillán
41	Los Angeles
42	Los Angeles II
43	Concepción Teatro
44	Concepción II
45	Talcahuano
46	Tomé
47	Coronel
48	Angol
49	Temuco
50	Temuco II
51	Temuco III
52	Villarrica
53	Valdivia
54	Valdivia II
55	La Union
56	Osorno
57	Pto. Montt
58	Mall Pto. Montt
59	Castro
60	Coyhaique
61	Punta Arenas
62	Monjitas
63	Alameda
64	Maipú
65	Mall Arauco Maipú
66	Puente Alto
67	Melipilla
68	Talagante
69	San Bernardo
70	Buin
71	Buin II
72	Gran Avenida
73	Florida Center
74	Mall Paseo Quilin
75	Irrazábal
76	Patronato
77	El Bosque
78	Apumanque

2017			
RETAIL		CONNECT	
Nº Sucursal	Nombre Sucursal	Nº Sucursal	Nombre Sucursal
1	Arica	1	Iquique
2	Iquique	2	Copiapó
3	Antofagasta	3	Vallenar
4	Calama	4	Ovalle
5	Copiapó	5	Ovalle II
6	Vallenar	6	La Serena
7	Vallenar II	7	Valparaiso
8	Coquimbo	8	Villa Alemana
9	Ovalle	9	La Calera
10	Mall Ovalle	10	San Felipe
11	Ovalle II	11	Los Andes
12	La Serena	12	Quillota
13	La Serena Hotel	13	La Ligua
14	Illapel	14	Rancagua
15	La Ligua	15	San Vicente de Tagua Tagua
16	San Antonio	16	San Fernando
17	Valparaiso	17	Rengo
18	Mall Valparaiso	18	Santa Cruz
19	Viña del Mar	19	Talca
20	Mall Viña del Mar	20	Linares
21	Villa Alemana	21	Parral
22	El Belloto	22	San Javier
23	La Calera	23	Constitución
24	San Felipe	24	Concepción
25	Quilpué	25	San Carlos
26	Quillota	26	Chillan
27	Mall Quillota	27	Los Angeles
28	Los Andes	28	Temuco
29	Rancagua	29	Villarrica
30	Mall Rancagua	30	Angol
31	San Vicente de Tagua Tagua	31	Santiago
32	San Fernando	32	La Cisterna
33	Santa Cruz	33	Puente Alto
34	Rengo	34	Talagante
35	Talca	35	Buin
36	Linares		
37	Linares II		
38	Parral		
39	San Javier		

40	Curicó
41	Cauquenes
42	San Carlos
43	Chillán
44	Los Angeles
45	Los Angeles II
46	Concepción Teatro
47	Concepción II
48	Talcahuano
49	Tomé
50	Coronel
51	Angol
52	Temuco
53	Temuco II
54	Temuco III
55	Mall Vivo Temuco
56	Villarrica
57	Valdivia
58	Valdivia II
59	La Union
60	Osorno
61	Pto. Montt
62	Mall Pto. Montt
63	Castro
64	Coyhaique
65	Punta Arenas
66	Monjitas
67	Puente
68	Alameda
69	Maipú
70	Mall Arauco Maipú
71	Easton Mall Quilicura
72	Puente Alto
73	Melipilla
74	Talagante
75	San Bernardo
76	Buin
77	Buin II
78	Gran Avenida
79	Florida Center
80	Mall Vivo La Florida
81	Mall Paseo Quilin

82	Irarrázabal
83	Patronato
84	El Bosque
85	Apumanque

2018			
RETAIL		CONNECT	
Nº Sucursal	Nombre Sucursal	Nº Sucursal	Nombre Sucursal
1	Arica	1	Iquique
2	Iquique	2	Vallenar
3	Antofagasta	3	Ovalle
4	Calama	4	La Serena
5	Copiapó	5	Valparaiso
6	Vallenar	6	Villa Alemana
7	Vallenar II	7	La Calera
8	Coquimbo	8	San Felipe
9	Ovalle	9	Los Andes
10	Mall Ovalle	10	Quillota
11	Ovalle II	11	La Ligua
12	La Serena	12	Rancagua
13	La Serena Hotel	13	San Vicente de Tagua Tagua
14	Mall La Serena	14	San Fernando
15	Illapel	15	Rengo
16	La Ligua	16	Santa Cruz
17	San Antonio	17	Talca
18	Valparaiso	18	Linares
19	Mall Valparaiso	19	Parral
20	Viña del Mar	20	Constitución
21	Mall Viña del Mar	21	Concepción
22	Viña del Mar 15 Norte	22	San Carlos
23	Viña Outlet Park	23	Chillan
24	Villa Alemana	24	Los Angeles
25	El Belloto	25	Temuco
26	La Calera	26	Villarrica
27	San Felipe	27	Angol
28	Quilpué	28	Santiago
29	Quillota	29	La Cisterna
30	Mall Quillota	30	Puente Alto
31	Los Andes	31	Talagante
32	Rancagua	32	Buin
33	Mall Rancagua		
34	San Vicente de Tagua Tagua		
35	San Fernando		
36	Santa Cruz		
37	Rengo		
38	Talca		
39	Linares		

40	Linares II
41	Parral
42	San Javier
43	Curicó
44	Cauquenes
45	San Carlos
46	Chillán
47	Los Angeles
48	Los Angeles II
49	Concepción Teatro
50	Concepción II
51	Talcahuano
52	Tomé
53	Coronel
54	Angol
55	Temuco
56	Temuco II
57	Temuco III
58	Mall Vivo Temuco
59	Villarrica
60	Valdivia
61	Valdivia II
62	La Union
63	Osorno
64	Pto. Montt
65	Mall Pto. Montt
66	Castro
67	Coyhaique
68	Punta Arenas
69	Monjitas
70	Puente
71	Ahumada
72	Alameda
73	Maipú
74	Easton Mall Quilicura
75	Puente Alto
76	Melipilla
77	Talagante
78	San Bernardo
79	Buin
80	Buin II
81	Gran Avenida

82	Florida Center
83	Mall Vivo La Florida
84	Mall Paseo Quilin
85	Irarrázabal
86	Independencia
87	Patronato
88	El Bosque
89	Apumanque
90	Apumenque II

Apertura y cierre de tiendas por año.

	Aperturas	Cierres Retail	Cierres Connect
2016	Mall Ovalle	Angol II	El Bosque
	Los Andes		
	Coronel	Estado	
	Patronato		
2017	Mall Valparaiso		
	Mall Quillota		
	Mall Rancagua		
	Mall Vivo Temuco		
	Puente		
	Easton Mall Quilicura		
	Mall Vivo La Florida		
2018	Mall La Serena		Copiapó
	Viña del Mar 15 Norte		Ovalle II
	Viña Outlet Park		San Javier
	Ahumada		

Detalle principales accionistas Empresas Tricot por año.

AÑO	2019							
MES	Marzo		Junio		Septiembre		Diciembre	
Accionistas mayoritarios	S	P	S	P	S	P	S	P
INVERSIONES RETAIL CHILE S.A	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	21.506	21.506	21.484	21.484	22.610	22.610	22.685	22.685
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	14.531	14.531	15.664	15.664	14.615	14.615	15.075	15.075
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	14.067	14.067	14.531	14.531	13.837	13.837	13.837	13.837
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	13.798	13.798	13.837	13.837	13.294	13.294	12.632	12.632
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	11.324	11.324	10.939	10.939	10.939	10.939	12.296	12.296
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	6.661	6.661	8.584	8.584	10.427	10.427	10.789	10.789
FONDO MUTUO BTG PACTUAL CHILE ACCION	3.480	3.480	3.639	3.639	5.928	5.928	7.718	7.718
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	3.465	3.465	3.547	3.547	3.141	3.141	3.593	3.593
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	3.290	3.290	3.141	3.141	3.111	3.111	3.068	3.068
MONEDA SMALL CAP LATINOAMERICANO F.I.	3.201	3.201	3.111	3.111	2.981	2.981	1.927	1.927
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	2.863	2.863	1.927	1.927	1.927	1.927	1.555	1.555

S = Acciones suscritas

P= Acciones pagadas

AÑO	2018							
MES	Marzo		Junio		Septiembre		Diciembre	
Accionistas mayoritarios	S	P	S	P	S	P	S	P
INVERSIONES RETAIL CHILE S.A	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293	308.293
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	21.592	21.592	20.870	20.870	20.933	20.933	20.322	20.322
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	18.040	18.040	18.781	18.781	14.889	14.889	15.757	15.757
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	11.765	11.765	11.765	11.765	14.067	14.067	12.847	12.847
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	10.382	10.382	11.655	11.655	12.675	12.675	12.478	12.478
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	9.723	9.723	11.089	11.089	11.919	11.919	11.853	11.853
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	5.728	5.728	5.752	5.752	5.579	5.579	4.814	4.814
FONDO MUTUO BTG PACTUAL CHILE ACCION	4.072	4.072	3.766	3.766	4.369	4.369	4.011	4.011
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	3.201	3.201	3.201	3.201	4.007	4.007	3.857	3.857
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	3.141	3.141	2.904	2.904	3.201	3.201	3.201	3.201
MONEDA SMALL CAP LATINOAMERICANO F.I.	2.929	2.929	2.158	2.158	3.166	3.166	2.917	2.917
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	2.061	2.061	1.958	1.958	2.884	2.884	2.714	2.714

S = Acciones suscritas

P= Acciones pagadas

AÑO	2017			
MES	septiembre		diciembre	
Accionistas mayoritarios	S	P	S	P
INVERSIONES RETAIL CHILE S.A	308.293	308.293	308.293	308.293
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	14.007	14.007	20.511	20.511
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	13.827	13.827	15.374	15.374
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	11.269	11.269	11.765	11.765
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	8.295	8.295	10.408	10.408
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	7.848	7.848	6.110	6.110
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	5.653	5.653	5.966	5.966
FONDO MUTUO BTG PACTUAL CHILE ACCION	5.622	5.622	4.800	4.800
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	4.845	4.845	4.103	4.103
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	3.201	3.201	3.801	3.801
MONEDA SMALL CAP LATINOAMERICANO F.I.	3.077	3.077	3.201	3.201
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	2.548	2.548	3.190	3.190

S = Acciones suscritas

P= Acciones pagadas