



francisco j. errandonea
oct.05

In551

valoración relativa

Valoración relativa

- Valora basándose en como están (o fueron) valorados activos similares, mediante el uso de múltiplos:
 - Cotización
 - Transacciones



Razones para su uso

- Permite valorar utilizando menos supuestos y de una forma más rápida.
- Permite comparar una valorización hecha con flujo de caja con el valor de mercado de activos similares.
- Asume que el mercado rara vez se equivoca.(!)
- Útil cuando hay que valorar una cantidad muy grande de activos.



... pero tiene problemas

- **El valor de un activo es el valor presente de los flujos de caja esperados, descontados a la tasa respectiva.**
- Pueden resultar inconsistentes con los flujos, riesgos y perspectivas de crecimiento .
- Tienen a sobrevalorar cuando el mercado está en alza y a subvalorar cuando el mercado está a la baja.
- Fáciles de manipular.
- Existen diferencias entre reglas contables entre países. (ajustes)
- Alta dispersión en los comparables.



Tipos de múltiplos, según origen

- **Utilidades:** Valor de los activos es un múltiplo de las utilidades que genera la empresa.
 - Precio utilidad: P/U o PE o PER
 - FV/EBITDA o EV/EBITDA
- **Valor libro:** Relacionan precio del activo y su valor contable.
 - Relación libro bolsa o P/BV
- **Ingresos:** Menos afectadas por distorsiones contables.
 - Precio/Ventas
 - FV/Ventas
- **Crecimiento:** Comparan con crecimiento esperado.
 - PER/g
 - FV/EG
- **Relativas.**
 - Historia de la empresa
 - Mercado
 - Industria
- **Específicas por sector.**
 - VF/suscriptor
 - P/visitas



Principales múltiplos

- Relación Bolsa Libro → P/BV

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Valor mercado acción}}{\text{Valor libro acción}} = \frac{\text{Cap. Bursátil}}{\text{Valor Libro Capital}}$$

- + Útil para empresas intensivas en capital.
- + Sirve para valoración de empresas financieras.
- Falta acuerdo en identificar algunos pasivos que ciertas compañías consideran como recursos propios y otras como recursos ajenos.



Principales múltiplos

- Relación Precio-Utilidad → P/U

$$\frac{P}{U} = \frac{\text{Precio acción}}{\text{UPA}} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Utilidad anual}}$$

- + Muy utilizado en el mercado.
- + Fácil de obtener.
- Resultados pueden ser distorsionados por reglas contables → P/U relativa, P/U normalizada.
- Muy sensible en empresas cíclicas.



Principales múltiplos

- Relación Precio-"Utilidades Caja" → P/CE

$$\frac{P}{CE} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Utilidad anualizada + Depreciación}}$$

- + Medida de "flujo de caja"
- + Poco utilizado
- + Fácil de obtener
- Resultados pueden ser distorsionados por reglas contables
- Muy sensible en empresas cíclicas.



Principales múltiplos

• Valor firma / EBITDA → FV/EBITDA

$$\frac{\text{Valor firma}}{\text{EBITDA}} \approx \frac{\text{Cap. Bursátil} + \text{Deuda Neta} + \frac{\text{In.Minoritario} \cdot \text{Cap. Bursátil}}{\text{Valor Libro Capital}}}{\text{Resultado operacional} + \text{Depreciación}}$$

- + Uno de los que más se utiliza actualmente.
- + Buenos resultados para empresas cíclicas y de distintos países.
- Estimación del VF puede variar, especialmente en tratamiento del interés minoritario.
- El EBITDA está limitado ya que no considera la inversión ni cap. trabajo.



Principales múltiplos

• Cash flow yield

$$\text{FCF yield} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{FCI}}$$

- + Medida de “flujo de caja”
- + Está siendo más utilizado
- Discrimina a aquellas empresas de crecimiento por sobre las que están en negocios maduros



Principales múltiplos

• Precio/Cliente (Suscriptor)

$$\text{P/Cliente} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Número de clientes}}$$

- + Empresas de internet y telefonía.
- Precio/Unidades vendidas
 - + Empresas de bebidas refrescantes y productos de consumo.
- Precio/Capacidad productiva
 - + Empresas de cementos y commodities (minería)
- Precio/Habitante



Otros múltiplos

- Div. Yield = Div/Cap. Bursátil
- Valor Firma/Ventas
- Valor Firma/FCFE
- P/NAV
- Crecimiento: (P/U)/g o (VF/EBITDA)/g
- Múltiplos relativos



Uso de los múltiplos

- **Aerolíneas:** FV/EBITAR
- **Bancos:** P/BV
- **Celulosa y Papel:** FV/EBITDA, P/BV
- **Conglomerados:** P/NAV
- **Químicos:** FV/EBITDA, FV/S, P/CE, P/U
- **Metales y Minería:** FV/EBITDA
- **Telecomunicaciones:** FV/EBITDA, FV/S, P/Clientes
- **Tecnología:** P/U, P/U con crecimiento



Cuidados a tener en cuenta

- Definiciones
 - Trailing
 - Forward
 - Precio actual
 - Precio promedio
- Firma comparable: Se aproxima como del mismo negocio.



Chile

Compañía	Precio 19-Oct	P/U 2004	P/U 2005E	P/U 2006E	FV/EBITDA 2004	FV/EBITDA 2005E	FV/EBITDA 2006E	B/L 2005E	Div Yield 2005E
Aguas A	190,0	16,6	NA	NA	11,3	ND	ND	ND	ND
Andina A	1.319,9	23,3	20,2	17,5	9,4	9,0	8,1	3,6	7,2%
Andina B	1.380,0	23,6	21,1	18,3	9,5	9,4	8,4	3,8	6,9%
BBVA	1.500,0	43,7	NA	NA	ND	ND	ND	ND	ND
BCI	14.425,0	13,9	14,1	12,5	NA	NA	NA	3,1	3,1%
Bsantander	21,0	12,1	NA	NA	NA	NA	NA	ND	ND
Cap	7.295,0	11,1	NA	NA	7,5	NA	NA	ND	ND
Chile	36,3	15,4	14,0	12,5	ND	ND	ND	3,0	6,3%
Cencosud	1.180,0	29,7	31,1	21,1	ND	ND	15,8	12,5	2,1
Cervezas	2.700,0	19,4	18,5	17,6	11,0	9,3	8,6	2,5	2,4%
CMPC	14.891,0	15,7	20,0	19,2	9,9	12,2	11,4	1,3	2,0%
Coltun	81,9	9,5	15,5	14,8	9,8	10,8	9,7	1,1	1,7%
Concha y Toro	870,0	25,1	26,4	21,6	16,1	17,6	15,0	3,5	1,3%
Copec	4.711,0	13,3	12,7	12,8	10,6	9,3	9,2	1,7	3,2%
Corpbanca	3,08	14,3	12,7	11,5	ND	ND	ND	1,6	2,2%
CTC-A	1.370,0	4,8	24,1	18,8	6,1	5,9	5,6	1,4	10,3%
D&S	191,0	817,8	101,3	91,6	18,6	12,3	11,6	2,5	0,5%
Endesa	547,0	32,8	54,7	38,2	12,6	16,5	13,9	2,7	1,7%
Enersis	125,0	69,6	80,2	25,9	9,7	10,8	9,1	1,5	2,3%
Entel	4.810,0	21,4	15,4	12,7	6,1	5,5	4,7	1,6	1,9%
Falabella	1.382,0	25,7	20,2	16,6	19,7	17,0	14,3	3,0	1,2%
La Polar	1.555,0	18,0	17,1	14,7	11,4	12,5	10,4	3,5	1,3%
Lan	3.430,0	12,6	13,2	12,0	9,0	8,8	8,2	3,7	3,5%
Ripley	494,0	NA	32,8	18,0	3,3	14,1	11,9	2,0	1,2%
San Pedro	6,10	46,3	32,9	30,0	20,2	16,8	15,0	1,6	0,8%
SQM-B	6.540,0	21,9	26,0	20,1	10,2	13,6	11,0	3,1	3,0%
Muestra SI	2.132,0	17,5	23,5	19,7	10,8	11,4	10,1	2,0	2,4%

Fuente: Santander Investment



INTERNAL USE ONLY - NOT FOR DISTRIBUTION

Monday, October 17, 2005

RETAIL & CONSUMER GOODS

Company	Code	Inv Code	Price 14-Oct	Target Price	Upside/Down	MM Cap	3mth Avg Daily Vol	P/BV	Div Yield	P/E	5-yr P/E	5-yr P/B	5-yr CAGR	5-yr EV/EBITDA	5-yr EV/EBITDA to Grwth	5-yr EV/EBITDA to Grwth
Guarapagos	GUAR3	GrBuy	23,12	26,75	16%	1,426	0,12	3,83	1%	10,7	34,0	14,6	86%	0,16	9,7	8,9
Lojas Americanas	LAME4	B	20,71	19,30	-7%	1,872	3,55	20,59	2%	48,5	35,6	21,0	33%	0,58	12,3	15,9
Lojas Renner	LRNE3	GrBuy	24,05	31,40	31%	584	2,24	2,51	1%	35,9	21,7	13,5	33%	1,06	26,8	12,4
Natura	NATU2	H	37,10	44,00	19%	3,170	2,62	22,58	3%	38,3	23,5	19,6	98%	0,84	27,1	16,3
Pão de Açúcar	PAZ	B	26,04	30,85	18%	2,956	6,82	1,58	1%	22,9	21,7	13,3	45%	0,87	12,6	7,3
Submarino	SUBA3	B	13,36	13,35	0%	814	2,06	7,31	0%	2,3	17,7	21,9	NM	1,88	2,5	28,6
Brazil						11,030	17,93	3,88	2%	28,7	26,1	16,6	96%	0,87	16,9	10,6
Cencosud	CENCOSUD	B	32,96	37,50	14%	4,048	5,43	7,23	1%	26,9	32,9	22,6	34%	0,75	17,3	16,5
D&S	DYS	H	21,29	20,65	-3%	2,314	0,63	2,67	2%	17,8	26,8	24,5	38%	1,38	16,4	12,9
Falabella	FALAB	UPref	2,57	2,15	-16%	6,136	1,17	3,35	1%	25,7	22,9	19,0	29%	0,97	19,8	18,9
La Polar	LAPOLAR	B	2,89	3,00	4%	598	2,05	3,75	1%	18,1	19,2	16,0	36%	0,83	11,5	13,1
Ripley	RIPLEY	B	0,92	1,00	9%	1,955	NA	2,05	1%	NA	34,2	19,1	12%	NA	0,0	14,6
Chile						14,740	9,28	2,69	1%	23,9	26,4	20,5	29%	0,85	16,9	13,9
Alsea	ALSEA*	GrBuy	2,48	3,00	21%	337	0,27	2,15	2%	18,7	12,7	10,9	42%	0,51	6,1	6,7
Comerci	COM	H	1,42	1,45	2%	1,541	1,28	0,97	1%	7,9	8,5	8,6	25%	0,48	5,9	5,9
Oligante	OLIGANTE*	UPref	0,73	0,55	-25%	722	0,19	0,57	NA	20,1	82,4	30,7	4%	-3,38	5,7	7,4
Liverpool	LIVERPOL	UPref	2,11	1,85	-12%	2,824	0,17	1,66	1%	10,2	13,5	12,1	13%	0,73	7,0	8,8
Soriana	SORIANA	H	4,04	4,20	4%	2,427	1,63	2,21	NA	9,1	11,0	10,3	18%	0,52	6,0	6,1
Walmart	WMMVY	H	4,95	4,95	0%	19,821	26,31	4,05	0%	21,0	23,1	20,7	25%	0,98	12,6	13,4
Mexico						27,881	29,85	2,40	0%	15,7	18,4	16,7	22%	0,84	9,4	10,5
Latin Retail						53,460	57,06	3,47	1%	19,7	18,4	17,6	20%	0,72	12,1	11,9
Colombias	CTMMA	GrBuy	104,69	104,70	0%	584	0,60	0,86	4%	11,4	9,2	6,3	19%	0,44	5,9	4,1
Durales	DURAM	GrBuy	11,14	11,10	0%	577	0,43	1,31	5%	13,8	8,8	6,5	62%	0,36	6,7	4,7
Grandes	GRNDS	H	7,04	8,10	16%	704	0,81	2,18	5%	15,7	9,3	6,5	12%	NA	9,3	5,4
Localiza	REN3	B	8,11	8,30	2%	505	1,27	3,02	6%	0,0	8,8	7,7	24%	NA	1,2	5,2
Santitas	SLEOF	H	5,43	6,00	10%	243	0,14	0,50	3%	17,0	15,7	14,6	51%	0,33	6,3	10,3
Brazil						2,614	2,25	1,58	3%	11,6	9,3	7,1	24%	0,19	6,3	3,0
Kimberly Clark	KIMBERA	B	3,37	3,70	10%	4,054	2,32	3,32	5%	15,2	14,9	12,8	19%	0,88	8,0	7,0
Mexico						4,054	2,32	3,32	5%	15,2	14,9	12,8	19%	0,88	8,0	7,0
Latin Consumer Goods						6,068	5,57	2,32	5%	13,6	12,0	9,8	21%	0,49	7,3	6,1
Latin Retail & Consumer Goods						60,128	62,64	2,43	1%	18,6	18,8	16,1	27%	0,88	11,1	10,7

Please note:

Companies in bold indicate that the target price shown is for year and 2006. All data in U.S. dollars. P/BV and Div Yield refers to 2005. 5-yr CAGR refers to the period of 2003 to 2006. 3mth Avg Daily Vol is in millions of U.S. dollars and is based only on the share type highlighted. NA = Not available, NM = Not meaningful. Sources: Bloomberg, company reports and Santander Investment estimates.

Ejemplo: Fairness opinion CTC



Premisas de la valoración por FCD

Para determinar al Valor Empresa ("EV") de Telefonía Móvil de Chile S.A. se han considerado dos horizontes de tiempo, uno a medio plazo que determina el valor a mediano plazo partiendo de la operación actual, y uno a largo plazo que recoge parámetros más eficientes de la operación.

$$\text{VAN}_{\text{total}} = \text{VAN}_{04-12} + \text{VAN}_{\text{Terminal}}$$

Eficiencia comercial y operacional

- El año 2009 asume una nueva rebaja del cargo de acceso de 25%.
- Se estima que el impacto del ARPU por la bajada del CPP en el año 2009 se recupera en el año 2012.
- Se espera que la penetración aumente desde el actual 50% a un 70% en 2010.
- La participación de mercado aumenta desde el actual 31% a 35% en el 2004.

CAPEX

- Durante el año 2005 se espera que concluya la fuerte inversión de la red GSM.
- El CAPEX/ ingresos se estabiliza a partir del año 2007 en 13%, principalmente CAPEX de capacidad de red y de terminales.
- El CAPEX se asimilará a la depreciación representando un 11% de los ingresos.

Fuente: Estimación de la Compañía

10

Fuente: CTC, SVS



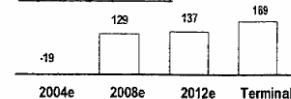
Ejemplo: Fairness opinion CTC



Valoración del Flujo de Caja Esperado de T-Móvil Chile

- Valor en perpetuidad considera un margen EBITDA de 42% y CAPEX = Depreciación
- WACC = 12,0% - 12,5%

Flujo de caja* (MM US\$)



$$\text{VAN}_{04-12} + \text{VAN}_{\text{terminal}} = \text{VAN}_{\text{total}}$$

VAN₀₄₋₁₂
= 369 -379
MMUS\$

VAN_{terminal}
= 565-644
MMUS\$

VAN_{total}
= 935-1.023
MMUS\$

Valor Empresa T-Móvil
= 935 - 1.023 MMUS\$

* Flujo de caja= EBITDA-impuestos-CAPEX +/- dif. de capital de trabajo.
Fuente: Estimación de la Compañía

11

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Valoración según Múltiplos EBITDA Telefonía Móvil Chile

	EV / EBITDA	Valor Empresa T-Móvil implícito MM US\$ (EBITDA 2004E 120 MM US\$)	
		Mínimo	Máximo
Móviles en Latam	Tele Celular Sul	3,9	
	Telecel Celular	3,6	
	Tele Leste Celular	3,6	
	Telesp Celular	4,8	
	América Móvil	6,1	
	Promedio		
Móviles en Europa	Telecom Italia	6,4	
	Vodafone	6,1	
	Orange	8,8	
	Telefónica Móviles	1,3	
	Promedio		
		430	730
		710	1.060

Fuente: JP Morgan 15 -03 - 2004 y estimación de la Compañía

12

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Valoración según múltiplos de transacciones reales

Ingresos 2004E = 475 MMUS\$		Empresa compradora		% acciones compradas	Valor empresa implícito T-Móvil (MMUS\$)
Móviles en Latam	TELESP Celular Agosto 2002	1,13	Portugal Telecom	24%	540
	América Móvil Spin Off Abril 2002	1,05	Spin Off	100%	500
Móviles resto del mundo	Celcom Abril 2003	2,79	Telecom Celular Malaysia	51%	1.320
	OAO Mobile Marzo 2003	1,96	AFK Sistema de Federación Rusa	10%	930

EV: Valor de la Empresa (patrimonio bursátil + deuda)
Tipo de cambio: C\$600 por US\$1
Fuente: McKinsey (Mayo 2004) y estimaciones de la Compañía

13

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Valoraciones de T. Móvil

Millones de US\$	Bajo	Alto	Promedio
FCD	935	1.023	980
Múltiplos EBITDA mercado	430	1.060	750
Múltiplos ingresos de transacciones	500	1.320	910

14

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Observaciones Sobre el Precio Final

Precio final ofrecido por Telefónica Móviles S.A.	US\$500 por cliente
Múltiplo EV/EBITDA	10 - 11 x
Límite de la deuda de T. Móvil con CTC	No mayor a US\$253 millones al cierre de la transacción
Fairness Opinion	ABN AMRO JP Morgan

15

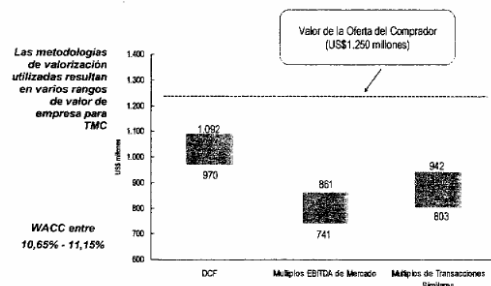
Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Resumen de Valorización de ABN-AMRO



Nota: Múltiplos de mercado basados en cotizaciones bursátiles al 8 de junio de 2004 (Fuente: Bloomberg)

16

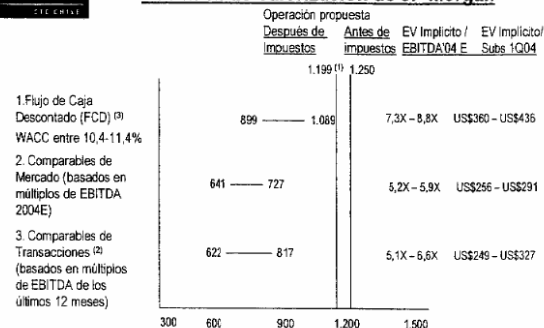
Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Resumen de Valorización de JP Morgan



Nota: Actualización TMC de 2.500 de suscripciones al 31 de marzo de 2004 y al EBITDA 2004E, escalado a US\$123 millones según las Proyecciones; Desde Neto de US\$245 millones.

⁽¹⁾ CTC estima que pagará aproximadamente US\$27 millones de impuestos con respecto a la Operación Propuesta.

⁽²⁾ Basados en un rango de 5,1X - 6,7X de VE / EBITDA de últimos doce meses de transacciones similares, aplicados al EBITDA de los últimos doce meses de TMC de US\$123 millones.

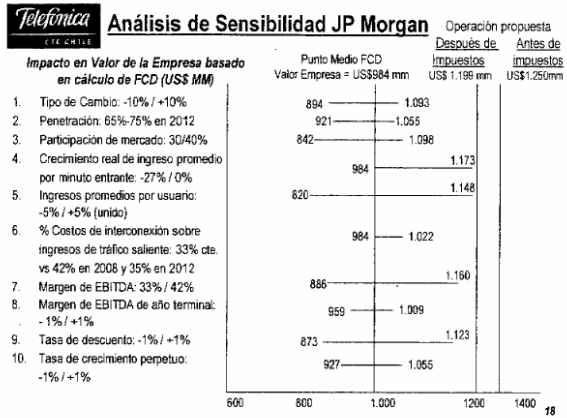
⁽³⁾ El rango se refiere a la tasa de descuento variando entre 10,4% y 11,4%, y a la tasa de crecimiento perpetuo variando entre 1,5% y 2,5%.

17

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Fuente: CTC, SVS

