



francisco j. errandonea
nov.06

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 .
- Tienden 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

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

- + 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

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

- + 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 = $\text{Div}/\text{Cap. Bursátil}$
- 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			FV/EBITDA			B/L 2005E	Div Yield 2005E
		2004	2005E	2006E	2004	2005E	2006E		
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	15,8	12,5	2,1	1,4%
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%
Colbun	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





Monday, October 17, 2005

RETAIL & CONSUMER GOODS

Company	Code	Inv Code	Price 14-Oct	Target Price	Upside/Down	Mkt Cap	3-mth Avg Daily Vol	P/BV	Div Yield	P/E			3-yr CAGR	05 P/E to Grth	EV/EBITDA			3-yr EBITDA CAGR	05 EV/EBITDA to Growth
										04	05E	06E			04	05E	06E		
Globex	GLOB4	UPerf	4.32	3.95	-9%	408	0.02	1.94	1%	22.0	20.6	18.4	173%	1.96	9.8	8.7	7.1	87%	0.64
Guararapes	GUAR3	St Buy	23.12	26.75	16%	1,426	0.62	3.83	1%	10.7	34.0	14.8	85%	0.16	9.7	8.9	6.8	104%	0.09
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	15.8	13.0	29%	0.35
Lojas Renner	LRNE3	St Buy	24.05	31.40	31%	584	2.24	2.51	1%	35.9	21.7	13.5	33%	1.06	26.8	12.4	8.6	NM	#DIV/0!
Natura	NATU3	H	37.10	44.00	19%	3,170	2.62	22.58	3%	39.3	23.5	19.6	98%	0.84	27.1	16.3	13.8	32%	0.58
Pão de Açúcar	CBD	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	5.9	27%	0.54
Submarino	SUBA3	B	13.36	13.35	0%	614	2.06	7.31	0%	2.3	57.7	21.9	NM	NM	2.5	28.6	16.2	102%	0.03
Brazil						11,030	17.93	3.68	2%	28.7	26.1	16.6	59%	0.67	16.9	10.6	8.6	39%	0.45
Cencosud	CENCOSUD	B	32.95	27.50	-17%	4,046	5.43	2.22	1%	29.9	32.9	22.6	34%	0.75	17.2	16.5	13.2	48%	0.32
D&S	DYS	H	21.29	20.65	-3%	2,314	0.63	2.67	2%	174.8	26.8	24.5	39%	1.38	16.4	12.9	12.2	21%	0.78
Falabella	FALAB	UPerf	2.57	2.15	-16%	6,135	1.17	3.35	1%	25.7	22.9	19.0	29%	0.97	19.8	18.9	16.0	29%	0.79
La Polar	LAPOLAR	B	2.89	3.00	4%	598	2.05	3.76	1%	18.1	18.2	16.0	38%	0.43	11.5	13.1	11.2	32%	0.28
Ripley	RIPLEY	B	0.92	1.00	9%	1,655	NA	2.06	1%	NA	34.2	19.1	13%	NA	0.0	14.6	12.6	17%	NA
Chile						14,749	9.28	2.69	1%	25.9	26.4	20.5	29%	0.65	16.0	16.3	13.9	30%	0.45
Alsea	ALSEA*	St Buy	2.48	3.00	21%	337	0.27	2.15	2%	19.7	12.7	10.9	42%	0.21	6.1	6.7	5.8	27%	0.11
Comerci	MCM	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	5.4	18%	0.35
Gigante	GIGANTE*	UPerf	0.73	0.55	-25%	722	0.19	0.57	NA	20.1	62.4	30.7	-6%	-3.28	5.7	7.4	6.6	0%	-20.31
Liverpool	LIVEPOL1	UPerf	2.11	1.60	-24%	2,834	0.17	1.69	1%	10.2	13.5	12.1	13%	0.73	7.0	8.8	7.9	12%	0.48
Soriana	SORIANAB	H	4.04	4.20	4%	2,427	1.63	1.22	NA	9.1	11.0	10.3	18%	0.52	6.0	6.1	5.6	17%	0.27
Walmex	WMMVY	H	4.56	4.95	8%	19,821	26.31	4.08	0%	21.0	23.1	20.7	25%	0.98	12.6	13.4	12.0	22%	0.59
Mexico						27,681	29.85	2.40	0%	15.7	18.4	16.7	22%	0.84	9.4	10.5	9.4	18%	0.50
Latam Retail						53,460	57.06	2.67	1%	19.7	21.5	17.6	29%	0.72	12.1	11.9	10.3	25%	0.46
Company	Code	Inv Code	Price 14-Oct	Target Price	Upside/Down	Mkt Cap	3-mth Avg Daily Vol	P/BV	Div Yield	P/E			3-yr CAGR	05 P/E to Grth	EV/EBITDA			3-yr EBITDA CAGR	05 EV/EBITDA to Growth
										04	05E	06E			04	05E	06E		
Coteminas	CTNM4	H	104.69	104.70	0%	584	0.60	0.86	4%	11.4	8.2	6.3	19%	0.44	5.9	4.1	3.3	20%	0.23
Duratex	DURA4	St Buy	11.14	11.10	0%	577	0.43	1.31	5%	12.8	8.8	6.5	62%	0.26	6.7	4.7	3.9	36%	0.18
Grendene	GRND3	H	7.04	8.10	15%	704	0.81	2.18	5%	15.7	9.3	6.9	10%	NA	9.3	5.4	3.9	7%	NA
Localiza	RENT3	B	8.11	8.30	2%	506	1.27	3.02	6%	0.0	8.8	7.7	24%	NA	1.2	5.2	4.1	37%	0.01
Saraiva	SLED6	H	5.43	6.00	10%	243	0.14	5.30	3%	17.0	19.7	14.6	51%	0.33	6.3	10.3	8.2	22%	0.28
Brazil						2,614	3.25	1.58	5%	11.6	9.3	7.1	24%	0.19	6.3	5.0	3.9	23%	0.13
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	6.7	10%	0.74
Mexico						4,054	2.32	3.32	5%	15.2	14.9	12.8	19%	0.88	8.0	7.0	6.7	10%	0.74
Latam Consumer Goods						6,668	5.57	2.32	5%	13.6	12.0	9.8	21%	0.49	7.3	6.1	5.3	16%	0.34
Latam Retail & Consumer Goods						60,128	62.64	2.63	1%	18.6	19.8	16.1	27%	0.68	11.1	10.7	9.3	23%	0.43

Please note:

Companies in bold indicate that the target price shown is for year end 2006. All data in U.S. dollars. P/BV and Div Yield refers to 2005. 3-yr CAGR refers to the period of 2003 to 2006E. 3-mth 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 Telefónica 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 margen EBITDA alcanza un 42% en el flujo terminal. El margen EBITDA actual es 25%.

- El CAPEX se asimila a la depreciación representando un 11% de los ingresos

Fuente: Estimación de la Compañía

10



Fuente: CTC, SVS

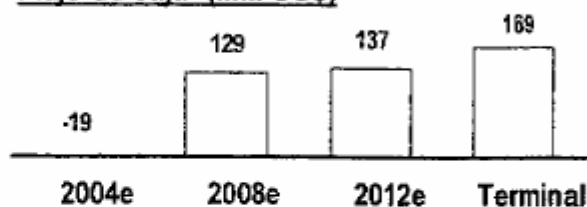
Ejemplo: Fairness opinion CTC



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\$)



VAN 04-12 + VAN terminal = VAN 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\$

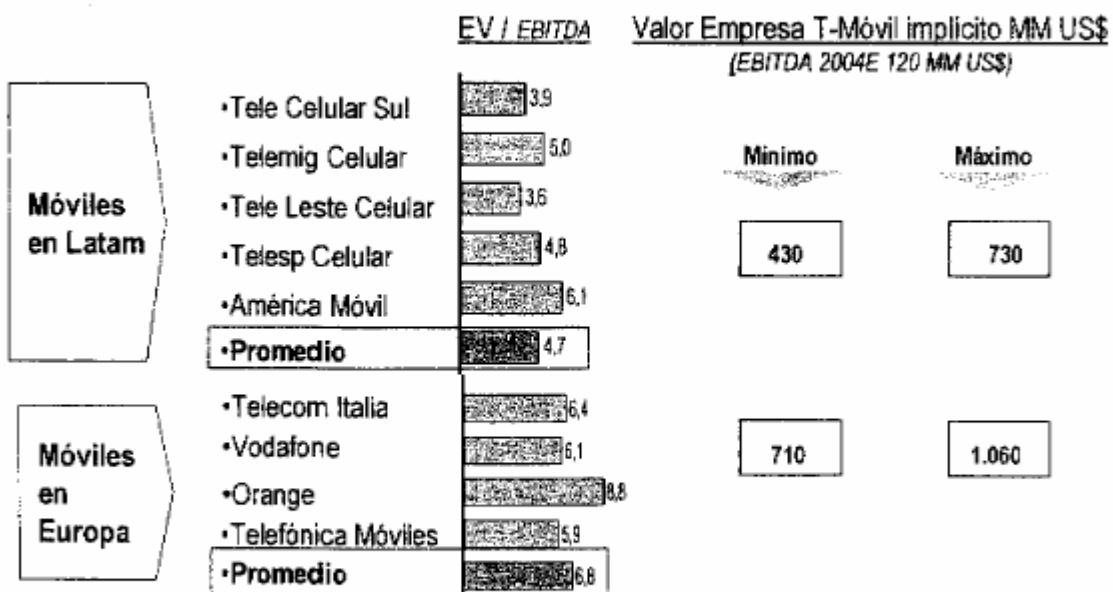
* Flujo de caja = EBITDA - impuestos - CAPEX +/- dif. de capital de trabajo.
Fuente: Estimación de la Compañía



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Valoración según Múltiplos EBITDA Telefónica Móvil Chile



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\$

			<u>Empresa compradora</u>	<u>% acciones compradas</u>	<u>Valor empresa implicito T. Móvil (MMUS\$)</u>
Móviles en Latam EV/ingresos	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 EV/ingresos	Celcom Abril 2003	2,79	Telecom Celular Malasia	51%	1.320
	QAO Mobile Marzo 2003	1,96	AFK Sistema de Federación Rusa	10%	930

EV: Valor de la Empresa (patrimonio bursátil + deuda)

Tipo de cambio: Ch\$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



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

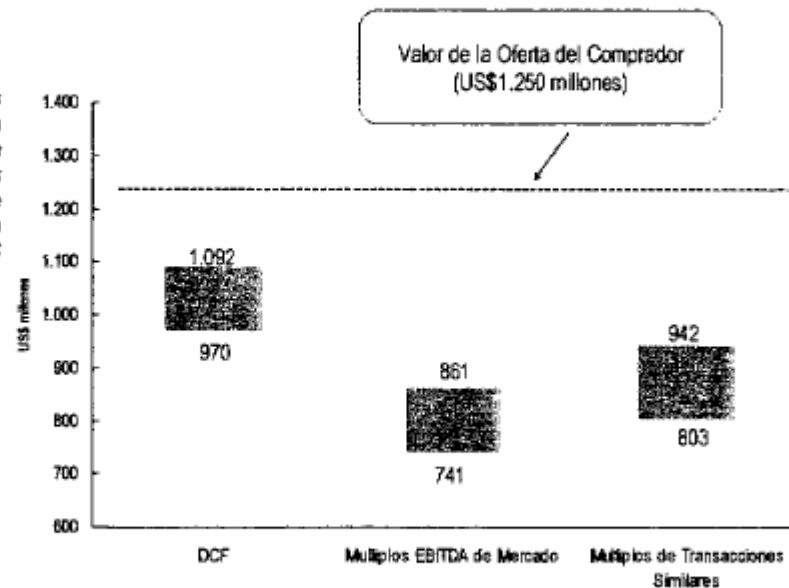
Ejemplo: Fairness opinion CTC



Resumen de Valorización de ABN-AMRO

Las metodologías de valorización utilizadas resultan en varios rangos de valor de empresa para TMC

WACC entre 10,65% - 11,15%



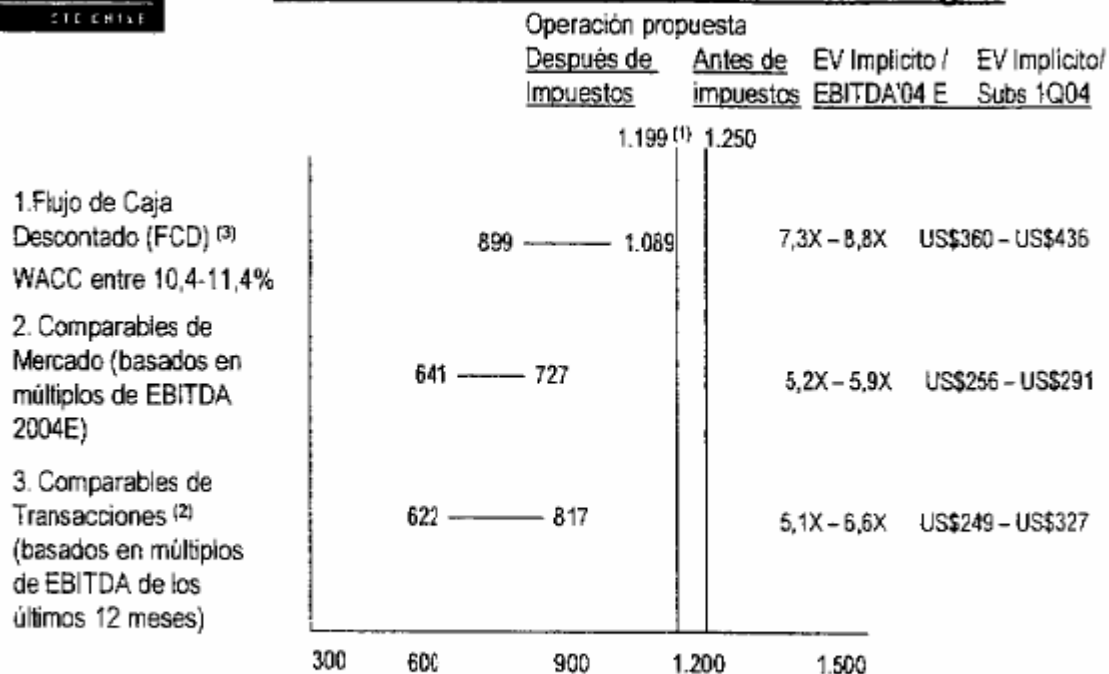
Nota: Múltiplos de mercado basados en cotizaciones bursátiles al 8 de Junio de 2004 (fuente: Bloomberg)



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Resumen de Valorización de JP Morgan



Nota: Actualmente, TMC tiene 2,5 millones de suscriptores (al 31 de Marzo de 2004) y el EBITDA 2004E asciende a US\$123 millones según las Proyecciones; Deuda Neta de US\$243 millones.

1. CTC estima que pagará aproximadamente US\$51 millones en 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, aplicado 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



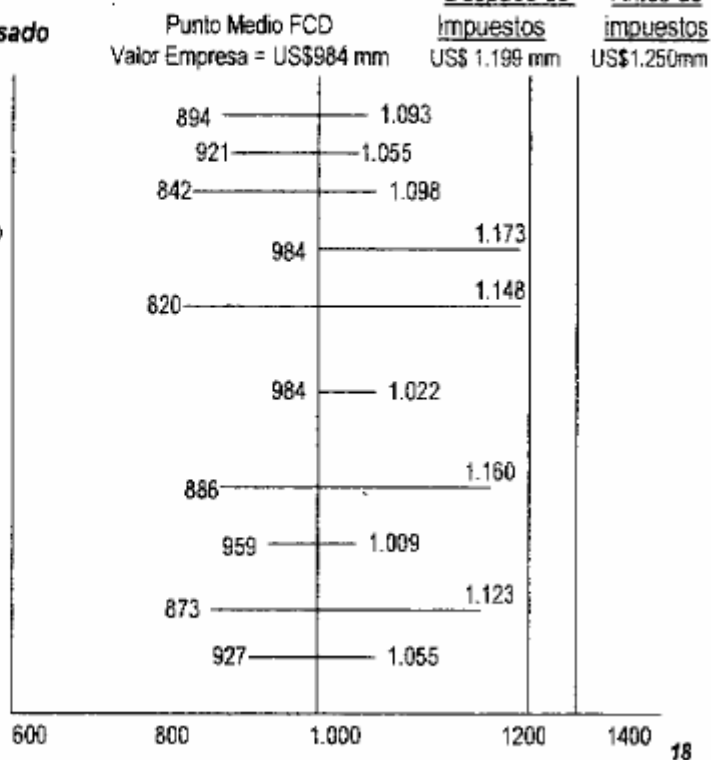
Análisis de Sensibilidad JP Morgan

Operación propuesta

Después de Impuestos US\$ 1.199 mm
Antes de impuestos US\$ 1.250 mm

Impacto en Valor de la Empresa basado en cálculo de FCD (US\$ MM)

1. Tipo de Cambio: -10% / +10%
2. Penetración: 65%-75% en 2012
3. Participación de mercado: 30/40%
4. Crecimiento real de ingreso promedio por minuto entrante: -27% / 0%
5. Ingresos promedios por usuario: -5% / +5% (unido)
6. % Costos de interconexión sobre ingresos de tráfico saliente: 33% cte. vs 42% en 2008 y 35% en 2012
7. Margen de EBITDA: 33% / 42%
8. Margen de EBITDA de año terminal: -1% / +1%
9. Tasa de descuento: -1% / +1%
10. Tasa de crecimiento perpetuo: -1% / +1%



Fuente: CTC, SVS