

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.



francisco j. errandonea
nov.06

In551

valoración relativa

... 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.



Valoración relativa

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



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.



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 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

• 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

- Precio/Cliente (Suscriptor)

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

- + 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



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.



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



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



Chile

Compañía	Precio 19-Oct	P/U			FV/EBITDA			B/L	Div Yield
		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



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/Cientes
- **Tecnología:** P/U, P/U con crecimiento



Monday, October 17, 2005

INTERNAL USE ONLY - NOT FOR DISTRIBUTION



RETAIL & CONSUMER GOODS

Company	Code	Inv Code	Price	Target	Upside/Down	Net Cap	3-mth Avg Daily Val	P/BV	Div Yld	P/E	3yr OS P/E	3yr CAGR	OS P/E to Grwth	OS EBITDA	3yr EBITDA	OS EBITDA to Grwth	
Gabos	GLOBA	Upfret	4.32	3.95	-9%	408	0.02	1.94	1%	22.0	20.8	14.8	173%	1.56	5.8	8.7	3.1
Guarapies	GUAR3	St Buy	23.12	26.75	16%	1,426	0.52	3.83	1%	10.7	34.0	14.8	69%	0.16	9.7	8.9	0.6
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	13.0	29%
Lojas Renner	LRNE3	St Buy	24.05	31.40	31%	504	2.24	2.51	1%	35.9	21.7	13.5	33%	1.06	26.8	12.4	8%
Natura	NATU3	H	37.10	44.00	19%	3,170	2.62	22.98	3%	39.3	23.5	18.8	88%	0.84	27.1	33.9	27%
P&G de Aypuar	CGO	B	26.04	30.85	19%	2,956	6.82	1.58	1%	22.9	21.7	13.3	45%	0.87	12.6	7.9	0.5%
Submarino	SUBA3	B	13.36	13.35	0%	914	2.06	7.31	0%	2.3	57.7	21.9	NM	2.5	26.6	16.2	102%
Brasil						11,030	17.93	3.88	2%	28.7	26.1	16.6	59%	0.87	16.9	8.6	39%
Cencosud	CENCO3	B	32.95	27.50	-17%	1,048	5.43	2.32	1%	26.9	32.9	22.8	34%	0.75	17.2	16.5	13.2
D&S	DYS	H	21.29	20.65	-3%	2,314	0.63	2.97	2%	174.8	26.8	24.5	39%	1.38	16.4	12.9	12%
Falabella	FALAB	Upfret	2.57	2.15	-16%	6,135	1.17	3.35	1%	25.7	22.9	19.0	29%	0.97	19.8	13.9	29%
La Polar	LAPOLAR	B	2.89	3.00	4%	508	2.05	3.75	1%	18.1	18.2	15.0	38%	0.43	11.5	11.2	30%
Ripley	RIPLEY	B	0.92	1.00	9%	1,055	NA	2.05	1%	NA	34.2	19.1	13%	NA	0.0	14.6	12%
Chile						14,749	9.28	2.89	1%	23.9	26.4	20.3	29%	0.60	16.8	13.9	20%
Alsea	ALSEA*	St Buy	2.48	3.00	21%	337	0.27	2.15	2%	18.7	12.7	10.9	42%	0.21	6.1	6.7	21%
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	5.4	10%
Oligente	OGANTE*	Upfret	0.73	0.65	-10%	722	0.19	0.97	NA	20.1	42.4	30.7	4%	-3.28	5.7	7.4	6%
Unipol	LIVERPOL	Upfret	2.11	1.80	-15%	2,934	0.17	1.88	1%	15.3	13.5	12.1	13%	0.73	7.9	6.7	20%
Soriana	SORINAB	H	4.04	4.20	4%	2,427	1.63	1.22	NA	6.1	11.9	10.3	18%	0.52	6.0	6.1	5.6%
Walmex	WMMVY	H	4.55	4.95	9%	19,821	26.31	4.08	0%	21.0	23.1	20.7	25%	0.98	12.6	13.4	12%
Mexico						27,881	29.85	2.40	0%	15.7	18.4	16.7	22%	0.84	9.4	10.5	18%
Latam Retail						51,460	57.96	2.87	1%	19.7	21.5	17.8	29%	0.72	12.1	11.9	10.3%
Company	Code	Inv Code	Price	Target	Upside/Down	Net Cap	3-mth Avg Daily Val	P/BV	Div Yld	P/E	3yr OS P/E	3yr CAGR	OS P/E to Grwth	OS EBITDA	3yr EBITDA	OS EBITDA to Grwth	
Colmanis	COLM4	H	104.69	104.10	0%	584	0.80	0.86	4%	11.4	8.2	6.3	19%	0.44	5.9	4.1	3.3%
Durales	DURAA	St Buy	11.14	11.10	0%	577	0.43	1.31	5%	12.8	8.8	6.5	62%	0.28	6.7	4.7	39%
Grandes	GRN23	H	7.04	8.10	16%	704	0.81	2.48	1%	18.7	9.3	6.9	10%	NA	9.3	5.4	31%
Localiza	RENT3	B	8.11	8.30	2%	506	1.27	3.02	6%	0.0	8.8	7.7	24%	NA	1.2	4.1	3.9%
Sativa	SLE06	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%
Brasil						2,814	3.25	1.38	2%	11.6	9.3	7.1	24%	0.19	6.3	3.0	23%
Kimberly Clark	KIMBERA	B	3.37	3.10	-8%	4,054	2.32	3.32	0%	15.2	14.9	12.9	19%	0.88	8.0	7.0	10%
Mexico						4,054	2.32	3.32	0%	15.2	14.9	12.8	19%	0.88	8.0	7.0	10%
Latam Consumer Goods						6,668	5.57	2.32	0%	13.6	12.0	9.8	21%	0.49	7.3	6.1	5.3%
Latam Retail & Consumer Goods						80,128	82.64	2.83	1%	18.6	19.8	16.1	27%	0.68	11.1	10.7	8.3%

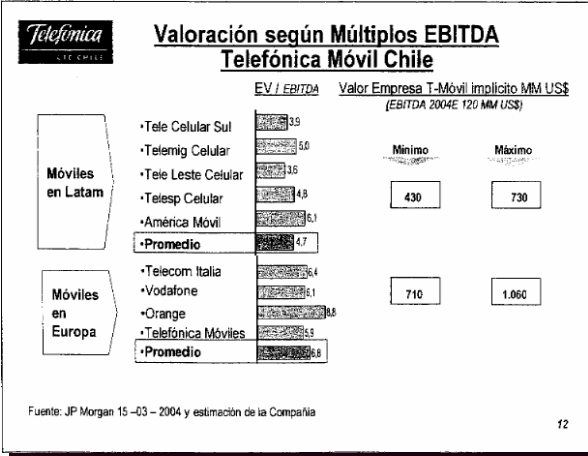
Please Note: Company is sold on the basis of the target price shown for year end 2006. All data in U.S. dollars. P/E and Div Yield refers to 2005. 3yr CAGR refers to the period of 2003 to 2006. Book Avg. Daily Val is in millions of U.S. dollars and is based only on the share type highlighted. NA = Not available. NM = Not meaningful. Source: Bloomberg, Company reports and Santander Investment estimates.

Cuidados a tener en cuenta

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

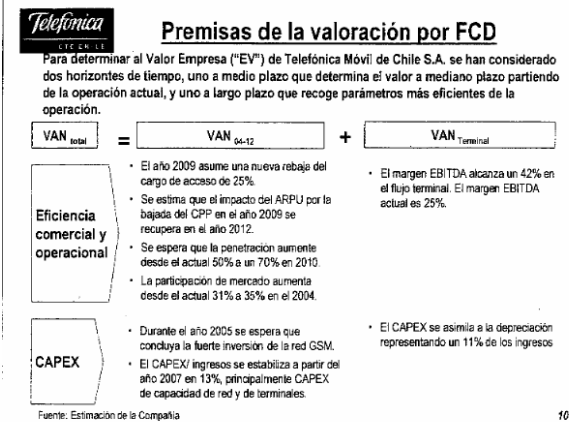


Ejemplo: Fairness opinion CTC



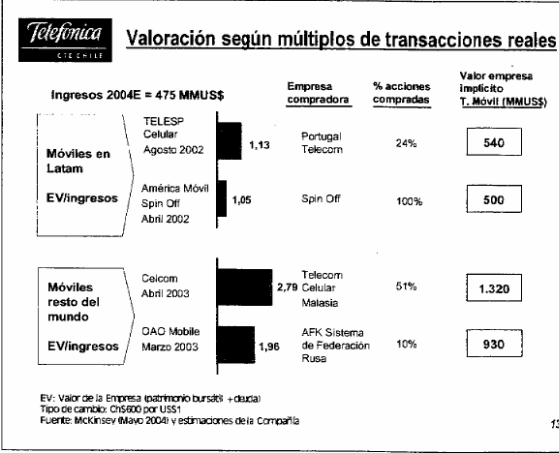
Fuente: CTC, SVS

Ejemplo: Fairness opinion CTC



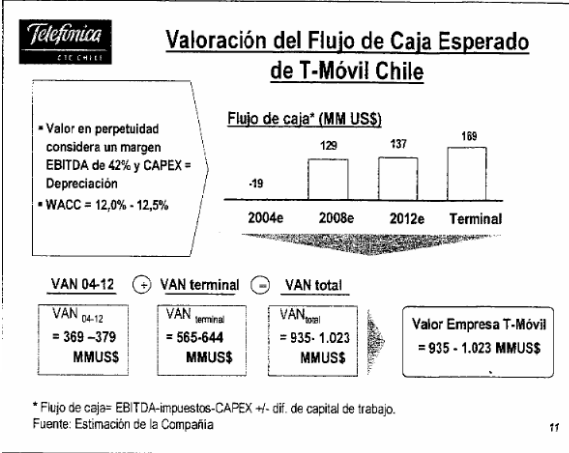
Fuente: CTC, SVS

Ejemplo: Fairness opinion CTC



Fuente: CTC, SVS

Ejemplo: Fairness opinion CTC

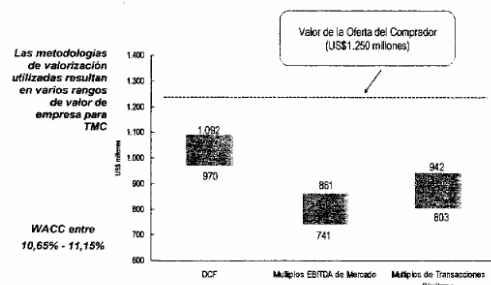


Fuente: CTC, SVS

Ejemplo: Fairness opinion CTC



Resumen de Valorización de ABN-AMRO



Nota: Multiplos de mercado basados en cotizaciones bursátiles al 8 de Junio de 2004 (Fuente: Bloomberg)

16

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Valoraciones de T. Móvil

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

14

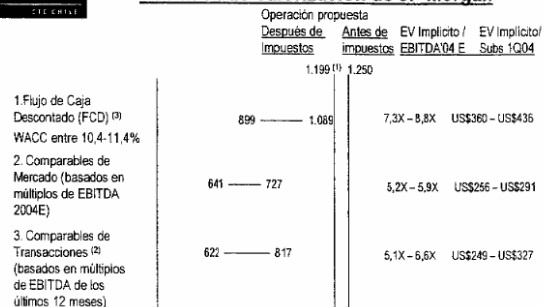
Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Resumen de Valorización de JP Morgan



Nota: Ajustamiento TMC tiene 2,5 años de anticipación (al 31 de Marzo de 2004) y el EBITDA 2004E asciende a US\$122 millones según las Proyecciones. Desde Nota de US\$42 millones.
1 CTC incluye una pasiva operacionalmente US\$21 millones en relación con la Operación Propuesta.
2 Basados en un rango de 5,1x - 6,7x de VE / EBITDA de últimos doce meses de transacciones similares, aplicando el EBITDA de los últimos doce meses de TMC de US\$112 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 1,9% y 2,3%.

17

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Observaciones Sobre el Precio Final

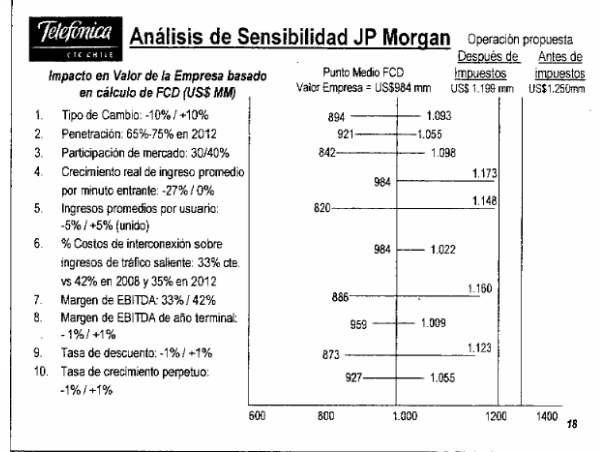
Precio final ofrecido por Telefónica Móviles S.A.	US\$500 por cliente
Múltiplo EV/EBITDA	10 - 11 x
Límite de la deuda de T. Móvil con CTC	No mayor a US\$253 millones al cierre de la transacción
Fairness Opinion	ABN AMRO JP Morgan

15

Fuente: CTC, SVS



Ejemplo: Fairness opinion CTC



Fuente: CTC, SVS

