

# Informe Security: Forus

Rodrigo Gardella B. ([rodrigo.gardella@security.cl](mailto:rodrigo.gardella@security.cl))

Octubre 2017

**RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR**

**Precio Objetivo a 12-18 meses: \$3.200**

**Precio de Mercado : \$2.680**

## MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE FORUS

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Precio/Utilidad	12,8	21,8	22,8	19,7	17,2
Bolsa/Libro	2,4	3,1	3,3	3,0	2,7
EV*/EBITDA	9,8	13,8	15,1	13,1	11,5

\*EV= Cap. Bursátil +Interés Minoritario+Deuda Financiera-Caja y Equivalentes

## VALORIZACIÓN FORUS (Millones de pesos)

VP Flujos de Caja	666.342
Caja	78.737
Inv. Empresa Relac.	3.776
<b>Valor Económico de Activos</b>	<b>748.855</b>
Valor de Deuda Financiera	-3.020
Interés Minoritario	395
<b>Valor del Patrimonio</b>	<b>746.230</b>
Número de Acciones *	258
Precio de Mercado	2.680
<b>Precio Objetivo 12-18 meses</b>	<b>3.200</b>

\*En millones de acciones

## RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de pesos)

	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	241.709	257.447	278.139	304.064
Costo de Ventas	-112.130	-116.592	-123.762	-133.973
GAV	-94.731	-102.333	-109.505	-118.691
Resultado Operacional	34.849	38.522	44.872	51.400
EBITDA	42.146	46.111	52.992	60.173
<b>Utilidad Neta</b>	<b>26.792</b>	<b>30.461</b>	<b>35.170</b>	<b>40.291</b>

## EVOLUCIÓN FORUS V/S IPSA (Base 100 Enero 2015)



Hemos iniciado nuestra cobertura de Forus, estimando un precio objetivo de \$3.200 a 12-18 meses, con recomendación de sobreponderar.

El desempeño operacional de esta compañía está altamente ligado a la evolución del tipo de cambio y a la actividad interna, por lo que si sumamos nuestras expectativas de mejora en el comercio en la región y un peso chileno que se mantendría apreciado respecto al dólar, se traduciría en un interesante repunte de resultados. Una apreciación del tipo de cambio disminuye los costos asociados a la importación de sus productos, que equivalen a parte importante de sus ventas. Nuestra estimación para el dólar asciende a \$630 para 2018, \$610 en 2019 y \$600 en el largo plazo.

Lo anterior, vendría acompañado con un nuevo enfoque en eficiencia, buscando privilegiar un mejor desempeño de la superficie instalada por sobre la apertura de nuevas tiendas (tras un fuerte período de crecimiento entre 2012 y 2014). Estimamos que a través de esta estrategia la compañía recuperaría paulatinamente los niveles de márgenes que tuvo en los últimos años, acercándose a un margen Ebitda de largo plazo en torno a 20%. De acuerdo a nuestras proyecciones, los ingresos aumentarían 6,5% este año, con un margen Ebitda de 17,9%. Estos niveles serían mayores en 2018, con una primera línea creciendo en 8% y un margen Ebitda de 19,1%.

Por último, un riesgo al alza en nuestra valoración se relaciona con el desempeño de las operaciones de Perú y Colombia, donde mantenemos estimaciones acotadas debido al deterioro de márgenes que presentaron en los últimos ejercicios.

Los principales riesgos en nuestra recomendación son un escenario de apreciación del dólar a nivel global, lo que podría ocurrir en un contexto de alta tensión geopolítica, como también una recuperación más lenta de lo esperado en el crecimiento regional.

## DESCRIPCIÓN FORUS

Los inicios de Forus datan de 1980, año en que Alfonso Swett S. comienza en Chile con la representación de Hush Puppies. Posteriormente se irían adicionando y/o desarrollando nuevas marcas hasta alcanzar las 30 con que cuenta la empresa actualmente, 7 de las cuales son propias.

Considerando todo el espectro de marcas, Forus se especializa principalmente en la venta de calzado, categoría que representó un 69% del total de ingresos de 2016, mientras que vestuario y accesorios correspondieron a un 24% y 7%, respectivamente. Complementando lo anterior, al segmentarla por concepto de marcas, la ropa casual representó un 54% de la composición de ingresos a la misma fecha, *outdoor* un 35%, *active outdoor* 8% y *fashion* un 7%. Dentro de sus principales licencias se encuentran marcas como la ya mencionada Hush Puppies, CAT, Merrel, Columbia, Nine West, Mountain Hard Wear, Brooks, Patagonia, Jansport, Burton, Billabong, y Element, entre otras. Además, cuenta con Rockford, Pasqualini y 7 Veinte como parte de sus marcas propias.

Durante sus 37 años de operación, la empresa ha logrado expandirse dentro de Latinoamérica a Colombia, Perú y Uruguay, totalizando 511 tiendas, que en su totalidad tienen una superficie de 51.938 m<sup>2</sup>. No obstante, 325 locales se encuentran en Chile, concentrando el 82,2% del total de ingresos (gráfico 1) y un 92% del Ebitda aproximadamente (gráfico 2), al cierre del primer semestre de 2017.

GRÁFICO 1: INGRESOS POR PAÍS

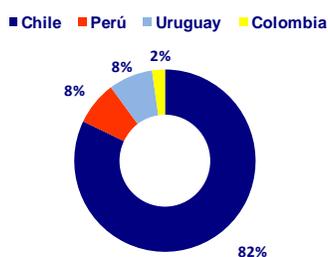
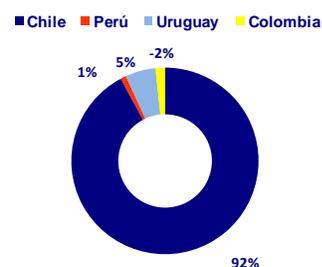


GRÁFICO 2: EBITDA POR PAÍS



Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security

En Chile y en la filial de Uruguay, Forus es dueño del 100% de la propiedad, mientras en Perú posee 99,99% de la sociedad Peruforus S.A. Caso distinto es el de Colombia, donde participa en dos sociedades: en Forus Colombia controla con 51% de la propiedad y en Life Style Brands Colombia S.A.S (LBC S.A.S.) la matriz de Forus es dueña del 49%, sin tener el control de esta.

En cada uno de los países donde opera, la compañía vende sus productos a través de sus tiendas (*Retail*) directamente a los clientes finales, lo que representó un 80% de sus ventas a diciembre de 2016. El 20% restante de los ingresos lo vendió al por mayor a las principales tiendas por departamentos de cada país (*Wholesale*).

En lo que se refiere al negocio en sí, Forus basa gran parte de sus ingresos en el desarrollo de sus diferentes marcas, en donde ha resultado fundamental el concepto de tiendas multi-marca, y las que complementa mediante tiendas especializadas para ciertas marcas en específico. Por otro lado, es importante destacar que esta compañía prácticamente no cuenta con locales propios, lo que le permite cierta flexibilidad y un ajuste más rápido al momento de reubicar sus tiendas. Pese a que lo anterior

supone mayores gastos de arriendos, a lo que debemos adicionar gastos adicionales por concepto de representar licencias de marcas internacionales, Forus cuenta con un elevado margen Ebitda, superior al de la mayoría de sus competidores de la industria. Si bien en Chile no existe una empresa con un modelo de negocios similar al de Forus, un margen Ebitda de 17,4% es significativamente mayor al promedio de 11,6% de los retailers comparables que se transan en bolsa, dentro de los cuales podemos destacar a Nueva Polar, Hites, Tricot.

Según datos de la propia empresa, en 2015 lideró la participación de mercado en la venta de calzados en Chile con 9,8%, seguido por Bata (9%), Nike (6,4%) y Adidas (6,2%).

En cuanto a la forma de financiamiento, Forus se caracteriza por ser una compañía conservadora, llevando a cabo la inversión de inventarios y aperturas de nuevas tiendas en su mayoría con capital propio y utilidades generadas por sus operaciones. De hecho, al cierre del 2016 presentó en sus balances un 13% de pasivos sobre activos, un ratio de Deuda Financiera Neta/Ebitda de 0 y una cobertura de gastos financieros (Ebitda/Costos Financieros) de 115 veces.

Por último, luego de la apertura a la bolsa en el año 2006, actualmente la empresa sigue siendo controlada por la familia Swett con un 71,1% de la propiedad, mientras el restante 28,9% corresponde a *free float*.

## VALORIZACIÓN FORUS

La valorización económica de Forus se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$3.200 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con nuestra recomendación de sobreponderar.

**Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO**  
(Cifras en Millones de Pesos)

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
<b>Ingreso por Ventas</b>	<b>234.206</b>	<b>233.396</b>	<b>241.709</b>	<b>257.447</b>	<b>278.139</b>	<b>304.064</b>
Crecimiento (%)	21,0%	-0,3%	3,6%	6,5%	8,0%	9,3%
Costo de Ventas	-105.803	-107.430	-112.130	-116.592	-123.762	-133.973
GAV	-86.054	-91.033	-94.731	-102.333	-109.505	-118.691
<b>Resultado Operacional</b>	<b>42.349</b>	<b>34.932</b>	<b>34.849</b>	<b>38.522</b>	<b>44.872</b>	<b>51.400</b>
Margen Operacional	18,1%	15,0%	14,4%	15,0%	16,1%	16,9%
Crecimiento (%)	-1,3%	-17,5%	-0,2%	10,5%	16,5%	14,5%
Utilidad Neta	36.809	33.121	26.792	30.461	35.170	40.291
<b>EBITDA</b>	<b>49.667</b>	<b>42.777</b>	<b>42.146</b>	<b>46.111</b>	<b>52.992</b>	<b>60.173</b>
% Sobre Ingresos	21,2%	18,3%	17,4%	17,9%	19,1%	19,8%
Crecimiento (%)	3,0%	-13,9%	-1,5%	9,4%	14,9%	13,6%

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

**Cuadro 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO**  
(Cifras en Millones de Pesos)

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
<b>Resultado Operacional</b>	42.349	34.932	34.849	38.522	44.872	51.400
Impuestos	-9.262	-8.154	-8.784	-10.251	-12.430	-14.067
<b>Resultado Después de Impuestos</b>	<b>33.087</b>	<b>26.779</b>	<b>26.064</b>	<b>28.271</b>	<b>32.442</b>	<b>37.333</b>
Depreciación & Amort.	7.318	7.845	7.297	7.589	8.119	8.773
CAPEX	-11.441	-5.183	-4.264	-5.262	-5.057	-5.258
Cambio en Capital de Trabajo	-17.429	-1.523	-8.232	950	-5.657	-7.690
<b>Flujo Operacional</b>	<b>11.535</b>	<b>27.918</b>	<b>20.866</b>	<b>31.549</b>	<b>29.847</b>	<b>33.159</b>

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

**Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA**  
(Cifras en Millones de Pesos)

VP Flujos de Caja	666.342
Caja	78.737
Inv. Empresa Relac.	3.776
<b>Valor Económico de Activos</b>	<b>748.855</b>
Valor de Deuda Financiera	-3.020
Interés Minoritario	395
<b>Valor del Patrimonio</b>	<b>746.230</b>
Número de Acciones *	258
Precio de Mercado	2.680
<b>Precio Objetivo 12-18 meses</b>	<b>3.200</b>

\*En millones de acciones

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

**Cuadro 4: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO**  
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

		Tasa de descuento relevante				
		8,6%	9,6%	10,6%	11,6%	12,6%
Tasa de crecimiento nominal a perpetuidad	2,0%	3.565	3.132	2.799	2.537	2.324
	3,0%	3.922	3.376	2.973	2.665	2.421
	4,0%	4.435	3.707	3.200	2.827	2.540
	5,0%	5.235	4.184	3.509	3.038	2.691
	6,0%	6.657	4.927	3.952	3.325	2.888

Fuente: Departamento de Estudios Security.

## PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

**1) Perspectivas Favorables de Tipo de Cambio:** Con las 30 marcas que comercializa, dentro de las que se encuentran licencias y marcas propias, Forus importa todos sus productos y/o la materia prima necesaria para producirlos. De esta manera, trabaja con dos grandes colecciones durante el año, otoño-invierno y primavera-verano. El ciclo de cada temporada parte con la orden de compra, la cual se ejecuta entre un año y 9 meses antes de que comience la temporada. Por ejemplo, para la temporada de otoño-invierno 2017 que comenzó alrededor de marzo, la orden de compra se realizó aproximadamente entre marzo y julio de 2016. Luego, estas compras se *internan*, es decir, se activan en los inventarios al tipo de cambio del día de *internación*, el cual se llevó a cabo entre los meses de diciembre de 2016 y febrero de este año. Finalmente, se van sacando a las tiendas gradualmente, por lo que en marzo de 2017 lanzan un adelanto de la temporada con pocos productos, ya que en ese mes se realizan las liquidaciones de la temporada anterior. El segundo trimestre se comercializa la mayor parte de estos inventarios de la temporada otoño-invierno, y para terminar en el 3Q coinciden las dos temporadas, con las liquidaciones de lo que quedó en el invierno y los adelantos de la primavera. Caso opuesto es el de la temporada Primavera-Verano, la cual sigue la misma lógica que el ejemplo anterior pero en los meses opuestos, tal como aparece en el cuadro 5.

**Cuadro 5: ESTRATEGIA COMERCIAL  
SEGÚN TEMPORADA**

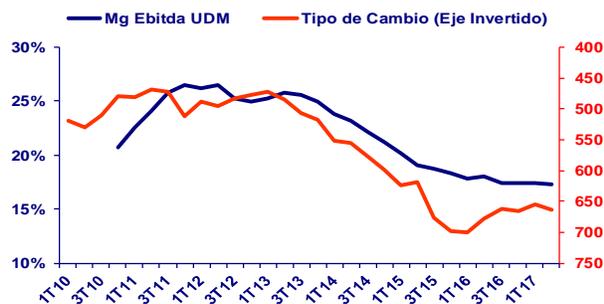


Al importar todos sus productos y materias primas, el tipo de cambio juega un rol importante para lograr mayores márgenes si este es favorable, o peores si es desfavorable. Para protegerse de este riesgo, la compañía está cubierta con caja y opciones *forward* en dólares, utilizando como estrategia cubrirse con un 50% del costo de la próxima colección. Por ejemplo, si el costo de ventas de todo un año son 120.000 millones de pesos, el costo de una de las dos colecciones sería de 60.000 millones de pesos, por lo que Forus estaría cubierto con 30.000 millones de la moneda chilena en dólares. En años en que el tipo de cambio está muy alto (cercano a los 700), hemos visto que la compañía tiene mayor cobertura del dólar, en cambio, cuando la divisa está favorable para las operaciones de Forus, la cobertura es menor. De esta forma, los márgenes mantienen la misma tendencia de variación que el tipo de cambio (gráfico 3).

Por otro lado, en el gráfico 4 podemos ver la relación que existe entre el exceso de retorno de la acción de Forus sobre el IPSA, y el tipo de cambio (medido como variación positiva si se aprecia el peso chileno), ambos con datos diarios. De este gráfico, se concluye que existe un rezago del retorno frente al tipo de cambio, y que en las últimas semanas el exceso de retorno todavía no ha cerrado esa brecha.

Por último, según nuestras proyecciones, el tipo de cambio se mantendría lateral con un precio de cierre de 630 para 2017 y 2018, 610 en 2019 y 600 pesos en el largo plazo.

**GRÁFICO 3: MARGEN EBITDA VS. TIPO DE CAMBIO**



Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security

**GRÁFICO 4: EXCESO DE RETORNO VS. TIPO DE CAMBIO**



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

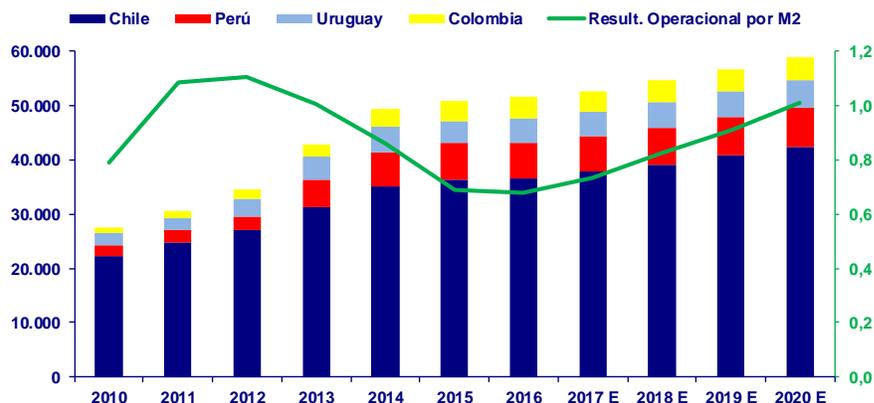
\*Ambos se encuentran estandarizados con datos diarios

Estos gráficos nos permiten concluir que existe una clara relación entre los márgenes de la compañía y el tipo de cambio. Se observa también una tendencia con rezago que existe entre el exceso de retornos de la acción de Forus sobre el IPSA y el tipo de cambio recién mencionado. Estimamos que el tipo de cambio se mantendría estable con un leve sesgo a la baja, lo que sumado a mayores eficiencias daría espacio a una mejora en sus márgenes en el corto y mediano plazo.

**2) Mayor Eficiencia, Menor Apertura de Tiendas:** Con los 511 locales y un área de ventas de 52.000 m<sup>2</sup> que tiene Forus actualmente, casi ha doblado la superficie de ventas que tenía hace 7 años (gráfico 5). No obstante, esta estrategia agresiva en aperturas habría llegado a su fin, siendo relevada por un foco en el mayor rendimiento a los metros cuadrados con que cuenta la compañía. Lo anterior tiene por objetivo recuperar parte del desempeño logrado a nivel consolidado de hace algunos años. Una de las características del modelo de negocios que tiene Forus (en base a arriendo de locales), es el gran margen que puede lograr a través de éste. Con esta estrategia, el 2011 logró un máximo en margen Ebitda de 26,6% con una destacable gestión y un favorable tipo de cambio. Siguiendo con esa línea, logró obtener al año siguiente un resultado bruto promedio por metro cuadrado de 1,1 millones de pesos. A partir del mismo 2011 comenzó una fuerte apertura de tiendas netas, con un crecimiento promedio de 16% en metros cuadrados cada año desde el 2011 al 2014. Como consecuencia de lo anterior, el proceso de maduración de esas nuevas tiendas repercutió directamente en el resultado operacional por metro cuadrado, cayendo hasta 0,68 millones de pesos promedio al cierre del 2016.

En los próximos cuatro años, estimamos un incremento de la superficie de venta en 3,4% promedio por año, permitiendo que las tiendas alcancen un mayor grado de madurez y la gestión se pueda focalizar para lograr un mejor rendimiento de las tiendas que ya posee. En base a lo anterior, y con perspectivas de tipo de cambio que vayan favoreciendo los márgenes, esperamos lograr volver a un resultado operacional por metro cuadrado de 1 millón de pesos al año en el 2020.

**GRÁFICO 5: SUPERFICIE POR PAÍS VS. RESULTADO OPERACIONAL PROMEDIO POR METRO CUADRADO**

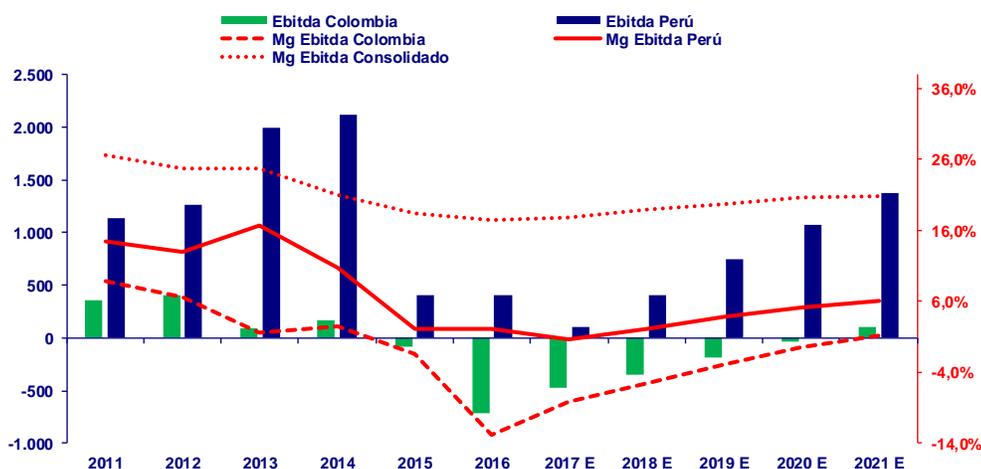


Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security.

Estimamos que el foco en mayor rendimiento por metro cuadrado de superficie de ventas, en desmedro de un enfoque en apertura agresiva de tiendas, se plasmaría en una recuperación de márgenes. Creemos que la compañía ya logró en el pasado un buen desempeño en indicadores de eficiencia, por lo que incorporamos que vuelvan a alcanzar niveles similares.

**3) Perú y Colombia con Rezago:** Durante los últimos años, las operaciones en Perú y Colombia no han logrado alcanzar el desempeño de las demás filiales de Forus, pasando a ser la debilidad de la empresa controlada por la familia Swett. Ya en 2011, el margen Ebitda de ambas filiales estaban en 14% y 9% respectivamente, muy por debajo del 27% que alcanzaba el consolidado de la compañía (gráfico 6). Peor aún, este escenario se fue deteriorando con el pasar de los años. En el caso de Perú, a pesar del fuerte aumento del número de tiendas no se pudieron lograr las economías de escala esperadas, lo que sumado a un contexto macroeconómico cada vez más desafiante, provocaron que el margen Ebitda llegara a un 2% en el 2016, y estimamos que para este año sea cercano a 0%. Por otro lado, en Colombia el escenario no fue muy distinto. La caída en el consumo privado, mayores impuestos a la renta, y una gestión que no pudo enfrentar de manera óptima este escenario, tienen a Colombia con márgenes negativos desde el 2015. No todo son malas noticias para estas operaciones, ya que a partir del próximo año esperamos que mejore la economía en esos países, con un crecimiento en el PIB y en el consumo privado. Además, con el mayor enfoque de la compañía en margen por metro cuadrado de venta, estimamos que se revierta este panorama negativo. Sin embargo, no esperamos que el margen Ebitda vuelva a los niveles del 2011, sino que iría creciendo paulatinamente hasta alcanzar un 6% en Perú y un 1,3% en Colombia en el largo plazo.

**GRÁFICO 6: DESEMPEÑO DE OPERACIONES EN PERÚ Y COLOMBIA**



Fuente: Informes de la compañía y Departamento de Estudios Security

Nuestra visión incorpora que la caída en márgenes tendría su punto de inflexión en Colombia y Perú en 2016 y 2017, respectivamente. Así, esperamos que el desempeño de estas dos filiales mejore gradualmente, impulsado por un contexto macroeconómico favorable y un foco en eficiencia por parte de la empresa. Sin embargo, somos conservadores en nuestras proyecciones con respecto a estas dos filiales, llegando a niveles de márgenes de largo plazo muy por debajo de sus máximos en los últimos años. De esta manera, una recuperación en los márgenes de estas operaciones representaría un riesgo al alza para nuestra visión de la compañía.

## SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (junio 2017).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos convergerían hasta 27% en 2026, compuesto por tasas de largo plazo de 27% para Chile, 34% en Colombia, 26% en Perú y 25% para Uruguay.
- A partir de 2026 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa real anual de 1%.
- Para las operaciones de Colombia, Perú y Uruguay, se proyectaron las relaciones de cambio promedio del peso chileno frente a la moneda de cada país, según datos del Departamento de Estudios Security y Focus Economics.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°5.

**Cuadro 6: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE FORUSEN PESOS**

Datos WACC	Chile	Perú	Uruguay	Colombia	Corporativo
Tasa libre de riesgo	5,3%	5,4%	6,0%	6,0%	5,4%
Premio por riesgo	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Tasa de mercado	10,8%	10,9%	11,5%	11,5%	10,9%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Deuda financiera /Activos	15%	15%	15%	15%	15%
Patrimonio /Activos	85%	85%	85%	85%	85%
Costo de deuda	7,7%	7,8%	9,1%	9,0%	7,8%
Costo de patrimonio	11,4%	11,4%	12,1%	12,1%	11,4%
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,5%</b>

Fuente: Departamento de Estudios Security.

**DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY**

<b>Felipe Jaque S.</b>	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
<b>César Guzmán B.</b>	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
<b>Jorge Cariola G.</b>	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
<b>Rosario Del Río D.</b>	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
<b>Constanza Pérez S.</b>	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
<b>Juan José Ayestarán N.</b>	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl
<b>Paulina Barahona N.</b>	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
<b>Martín García-Huidobro O.</b>	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl
<b>Juan Carlos Prieto Z.</b>	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl
<b>Rodrigo Gardella B.</b>	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
<b>Carolina Abuaud M.</b>	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
<b>Yessenia González del C.</b>	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
<b>Aldo Lema N.</b>	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

[www.inversionessecurity.cl](http://www.inversionessecurity.cl)

twitter: Inv\_Security