

UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y FINANZAS



MEMORIA PARA OPTAR AL TÍTULO  
DE INGENIERO COMERCIAL

VALORIZACIÓN SOCIEDAD ANÓNIMAS DEPORTIVAS  
PROFESIONALES

AUTOR : JOAQUIN IGNACIO ALEXANDER CONTRERAS ARRIAGADA

PROFESOR GUIA : MAURICIO GUTIERREZ URZÚA

CONCEPCIÓN, CHILE

## **DEDICATORIA**

Este trabajo va dedicado a personas muy especiales, que siempre han estado a mi lado apoyándome para que siga progresando personalmente y profesionalmente.

### **A mi Madre:**

Claudia Arriagada González, por su confianza, esfuerzo, sacrificio y su amor invaluable. Me has educado, me has proporcionado todo y cada cosa que he necesitado, eres un ejemplo de lucha y dedicación. Madre siempre estuviste ahí cuando necesitaba un consejo o ayuda en los momentos más importantes para mí. Este momento lo estoy viviendo gracias a tu apoyo y tu amor. Te amo mamá.

### **A mi Novia:**

Paula Santos Villarroel, que se ha transformado en una de las personas más importantes en mi vida, la mujer que me acompañó en mis últimos años de estudios, gracias por alegrarme mis días, por darme tu amor, apoyo y comprensión estos años.

### **A mi Padre:**

Luis Contreras Rivas, por darme la oportunidad de estudiar y financiar parte de mis estudios.

### **A mis Familiares:**

A mis hermanos Cristian y Macarena por su apoyo y compañía estos años de estudios. A mis abuelos Manuel y Bernarda por nunca dejarnos solos y por apoyar a mi madre cuando más lo necesitaba, en especial a mi abuelo que partió de este mundo hace poco y se cuanto quería que llegara este momento.

### **A mi Tutor:**

Mauricio Gutiérrez, por su confianza, comprensión y apoyo en la realización de esta memoria.

*A cada una de las personas que nombre y a las demás que quedaran en el anonimato.*

*Gracias por ser parte de este momento.*

***Joaquín Ignacio Alexander Contreras Arriagada***

## ÍNDICE DE CONTENIDO

DEDICATORIA .....	2
RESUMEN .....	10
CAPÍTULO 1.....	11
ANTECEDENTES GENERALES.....	11
1.1    Reseña histórica de los clubes.....	11
1.1.1.    Colo–Colo (Blanco y Negro).....	11
1.1.2.    Universidad Católica (Cruzados S.A).....	13
1.1.3.    Universidad de Chile (Azul Azul) .....	16
1.2.    Motivación .....	19
1.3.    Objetivo General:.....	19
1.4.    Objetivos específicos: .....	19
CAPÍTULO 2.....	20
MARCO TEÓRICO. ....	20
2.1    Valorización.....	21
2.1.1.    Definiciones .....	21
2.1.1.1.    Definición de Valorización .....	21
2.1.1.2.    Definición de Valor.....	21
2.1.1.3.    Definición de Precio.....	22
2.1.2.    Para qué sirve la Valorización .....	22
2.1.3.    Usuarios de la Valorización:.....	24
2.1.4.    Factores que influyen en la valoración .....	24
2.1.4.1.    Crecimiento esperado por el negocio:.....	24
2.1.4.2.    Mercado objetivo final de la empresa:.....	24
2.1.4.3.    Margen del negocio en cuestión: .....	24
2.1.4.4.    Beneficios retenidos:.....	25
2.2.    Sociedad Anónima Deportiva Profesional.....	25
2.2.1.    Definición.....	25
2.2.2.    Origen.....	25

2.3.	Análisis Financiero .....	26
2.3.1.	Análisis Vertical.....	26
2.3.2.	Análisis Horizontal .....	27
2.3.3.	Razones .....	27
2.3.3.1.	Índice de Liquidez.....	27
2.3.3.2.	Índices de Endeudamiento .....	28
2.3.3.3.	Índices de Rentabilidad.....	28
2.4.	Método de Valorización.....	29
2.4.1.	Métodos de Flujos de Caja Descontados. ....	30
2.4.1.1.	Determinación del costo del capital .....	32
CAPÍTULO 3.....		36
DESCRIPCIÓN DE LAS SOCIEDADES. ....		36
3.1	Colo-Colo, “Blanco y Negro” .....	37
3.1.1.	Identificación .....	37
3.1.2.	Directorio Y Administración .....	38
3.1.2.1.	Directorio .....	38
3.1.2.2.	Administración.....	38
3.1.3.	Accionistas .....	39
3.1.4.	Precio Acción.....	39
3.1.5.	Precios históricos de las acciones .....	40
3.2.	Universidad Católica, “Cruzados S.A” .....	44
3.2.1.	Identificación .....	44
3.2.2.	Directorio y Administración .....	45
3.2.2.1.	Directorio .....	45
3.2.2.2.	Administración.....	45
3.2.3.	Accionistas.....	46
3.2.4.	Precio Acción.....	47
3.2.5.	Precios históricos de las acciones. ....	47
3.3.	Universidad de Chile “Azul – Azul”.....	51

3.3.1.	Identificación .....	51
3.3.2.	Directorio Y Administración .....	52
3.3.2.1.	Directorio .....	52
3.3.2.2.	Administración.....	52
3.3.3.	Accionistas .....	53
3.3.4.	Precio Acción.....	54
3.3.5.	Precios históricos de las acciones. ....	54
CAPÍTULO 4.....		58
ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS SOCIEDADES .....		58
4.1.	Colo-Colo, “Blanco y Negro” .....	59
4.1.1.	Análisis Vertical.....	60
4.1.2.	Análisis Horizontal. ....	62
4.1.3.	Razones Financieras.....	63
4.1.3.1.	Índice de Liquidez.....	63
4.1.3.2.	Índices de Endeudamiento .....	63
4.1.3.3.	Índices de Rentabilidad .....	64
4.2.	Universidad Católica “Cruzados S.A” .....	66
4.2.1.	Análisis Vertical.....	67
4.2.2.	Análisis Horizontal. ....	69
4.2.3.	Razones Financieras.....	70
4.2.3.1.	Índice de Liquidez.....	70
4.2.3.2.	Índices de Endeudamiento .....	70
4.2.3.3.	Índices de Rentabilidad .....	72
4.3.	Universidad de Chile “Azul – Azul” .....	73
4.3.1.	Análisis Vertical.....	74
4.3.2.	Análisis Horizontal. ....	76
4.3.3.	Razones Financieras.....	77
4.3.3.1.	Índice de Liquidez.....	77
4.3.3.2.	Índices de Endeudamiento .....	77

4.3.3.3. Índices de Rentabilidad .....	78
CAPÍTULO 5.....	80
PROYECCIÓN DE LAS SOCIEDADES.....	80
5.1.    Estimación de cálculos.....	82
5.1.1.    Ingresos .....	82
5.1.2.    Beta .....	82
5.1.3.    Parámetros.....	82
5.1.4.    Deuda Financiera .....	83
5.2.    Colo-Colo, “Blanco y Negro” .....	85
5.2.1.    Ingresos .....	85
5.2.2.    Beta .....	86
5.2.3.    Parámetros.....	88
5.2.4.    Flujos de caja .....	88
5.2.5.    Proyección.....	91
5.3.    Universidad Católica “Cruzados S.A” .....	94
5.3.1.    Ingresos .....	94
5.3.2.    Beta .....	95
5.3.3.    Parámetros.....	97
5.3.4.    Flujos de caja .....	97
5.3.5.    Proyección.....	99
5.4.    Universidad de Chile “Azul – Azul” .....	102
5.4.1.    Ingresos .....	102
5.4.2.    Beta .....	103
5.4.3.    Parámetros.....	105
5.4.4.    Flujos de caja .....	105
5.4.5.    Proyección.....	107
CAPITULO 6.....	110
CONCLUSIONES .....	110
REFERENCIAS .....	113

Libros y Documentos.....	113
Páginas Web. ....	114
ANEXOS.....	115
ANEXO A: Balance Azul – Azul.....	115
ANEXO B: Balance Blanco y Negro. ....	117
ANEXO C: Balance Cruzados.....	119

## ÍNDICE DE TABLAS

CAPÍTULO 2.....	20
Tabla 2.1 Esquema de Flujo de Caja .....	30
CAPÍTULO 3.....	36
Tabla 3.1 Directorio de Blanco y Negro S.A. ....	38
Tabla 3.2 Administración de Blanco y Negro S.A. ....	38
Tabla 3.3 Accionistas de Blanco y Negro S.A. ....	39
Tabla 3.4 Directorio de Cruzados S.A.....	45
Tabla 3.5 Administración de Cruzados S.A .....	46
Tabla 3.6 Accionistas Cruzados S.A .....	46
Tabla 3.7 Directorio de Azul – Azul S.A .....	52
Tabla 3.8 Administración de Azul – Azul S.A.....	53
Tabla 3.9 Accionistas de Azul – Azul S.A.....	53
CAPÍTULO 4.....	58
Tabla 4.1 Estado de Resultado Blanco y Negro S.A .....	59
Tabla 4.2 Análisis Vertical del Estado de Resultado Blanco y Negro S.A .....	60
Tabla 4.3 Análisis Horizontal del Estado de Resultado Blanco y Negro S.A .....	62
Tabla 4.4 Estado de Resultado Cruzados S.A .....	66
Tabla 4.5 Análisis Vertical del Estado de Resultado Cruzados S.A .....	67
Tabla 4.6 Análisis Horizontal del Estado de Resultado Cruzados S.A .....	69
Tabla 4.7 Estado de Resultado Azul–Azul S.A.....	73
Tabla 4.8 Análisis Vertical del Estado de Resultado Azul – Azul S.A .....	74
Tabla 4.9 Análisis Horizontal del Estado de Resultado Azul – Azul S.A.....	76
CAPÍTULO 5.....	80
Tabla 5.1 Ingresos Blanco y Negro S.A .....	85
Tabla 5.2 Ingresos de Blanco y Negro S.A vs Betas de Damodaran.....	87
Tabla 5.3 Esquema de Flujos de Caja de Blanco y Negro S.A .....	89
Tabla 5.4 Costos de Venta Blanco y Negro S.A.....	90
Tabla 5.5 Gastos de Administración Blanco y Negro .....	90

Tabla 5.6	Proyección Blanco y Negro S.A.....	92
Tabla 5.7	Ingresos Cruzados S.A .....	94
Tabla 5.8	Ingresos vs Beta de Damodaran Cruzados S.A .....	96
Tabla 5.9	Esquema de Flujos de Caja de Cruzados S.A.....	98
Tabla 5.10	Costos de Venta Cruzados S.A.....	99
Tabla 5.11	Proyección Cruzados S.A .....	100
Tabla 5.12	Ingresos Azul – Azul S.A.....	102
Tabla 5.13	Ingresos vs Beta de Damodaran Azul – Azul S.A.....	104
Tabla 5.14	Esquema de Flujos de Caja de Azul – Azul S.A .....	106
Tabla 5.15	Costos por Naturaleza de Azul – Azul S.A .....	107
Tabla 5.16	Proyección Azul – Azul S.A.....	108

#### Indice de Figuras

CAPÍTULO 3.....	36
Figura 3.2: Comportamiento de las Acciones Blanco y Negro .....	43
Figura 3.2: Comportamiento de las Acciones Cruzados S.A .....	50
Figura 3.3: Comportamiento de las Acciones Azul – Azul S.A.....	57

## RESUMEN

En nuestros días el deporte se observa dentro de las realidades más complejas que existen en la sociedad chilena. Las sociedades anónimas deportivas profesionales se dedican a organizar, producir, comercializar y participar en espectáculos deportivos profesionales para obtener un beneficio económico. Estas organizaciones tienen como característica jugadores remunerados sujetos a contratos de trabajo como deportistas profesionales. Se entiende por espectáculo deportivo profesional aquél en que participan organizaciones deportivas profesionales con el objeto de obtener un beneficio pecuniario.<sup>1</sup>

Actualmente solo 3 de estas sociedades están presente en la bolsa de comercio de Chile, estas son “Blanco y Negro” concesionaria de club social y deportivo Colo-Colo, “Cruzados” concesionaria de club deportivo Universidad Católica, “Azul-Azul” concesionaria de club universidad de Chile. Estas sociedades tienen como objetivo mejorar la administración y garantizar la transparencia de la entrega de los balances financieros.<sup>2</sup>

En esta investigación se realizó un análisis y valoración de estas sociedades con la finalidad de saber cómo es su comportamiento, además de comprobar si el método de flujos de caja descontados es aplicable en estas empresas.

---

<sup>1</sup> Superintendencia de Valores y Seguros(SVS) “Ley 20019” Artículo 1°- (2005) Disponible en: [http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1488\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1488_doc_pdf.pdf)

<sup>2</sup> Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) Disponible en: [http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1078.html#i\\_\\_w3\\_pa\\_FichaActordelMercado\\_1\\_1060\\_Rol](http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1078.html#i__w3_pa_FichaActordelMercado_1_1060_Rol)

## CAPÍTULO 1

### ANTECEDENTES GENERALES.

#### 1.1 Reseña histórica de los clubes

##### 1.1.1. Colo-Colo (Blanco y Negro)<sup>3</sup>

En los primeros meses del año 1925, el Club Social y Deportivo Magallanes se encontraba en una grave crisis institucional, debido a problemas existentes entre los dirigentes y algunos de sus futbolistas. Los jugadores más jóvenes del equipo, liderados por David Arellano, exigían una serie de peticiones que convertirían a Magallanes en un club profesional, buscaban regular el pago de sueldos a los jugadores. También se pedía el recambio de algunos futbolistas casi “inamovibles” del primer equipo. En la reunión del club, el 4 de abril de 1925, los jugadores “rebeldes” plantearon sus demandas. Sin embargo, éstas fueron totalmente rechazadas por la directiva del club, antiguos jugadores y socios. Todo esto provocó la renuncia al club de Arellano y sus más cercanos compañeros.

Tras una serie de reuniones que comenzaron la noche del 12 de abril hasta el 18 de abril se determinó la fundación del club, la cual quedó sellada el día 19 de abril de 1925 en el Estadio El Llano. Luis Contreras escogió el nombre del Cacique araucano Colo-Colo; nombre que identificaría lo verdaderamente chileno y popular. Nació así el Colo-Colo Football Club.

El uniforme del club fue definido el propio día 19 de abril de 1925 por Juan Quiñones, camiseta blanca que representaría la pureza; pantalones negros como símbolo de seriedad; medias negras con una franja blanca y zapatos negros con una franja roja.

Luego de la fundación el equipo se inscribió en la Primera División de la Liga Metropolitana. El primer partido que jugó Colo-Colo en su historia y en esa división fue ante el English, el 31 de mayo de 1925, terminando con una victoria para Colo-Colo de 6-0.

El 2 de mayo de 1927 en un partido amistoso contra la Real Unión Deportiva de Valladolid, al minuto 35 de juego, fue fuertemente lesionado el capitán y fundador de Colo-Colo, David Arellano, producto de un golpe que le causó una peritonitis, que al día siguiente lo llevó a la muerte.

---

<sup>3</sup> Información Resumida de Colo-Colo, Historia, Disponible en: <http://www.colocolo.cl/historia/fundacion/la-fundacion-del-club-1920-1930/>

En la temporada 1937 el club obtuvo su primer título nacional, y de forma invicta. Finalizó 5 puntos sobre Magallanes, su más cercano perseguidor Colo-Colo sumó su segunda estrella en 1939.

En 1956 se adquirió un terreno de 28 hectáreas ubicado en el sector sur de Santiago en la comuna de Macul, iniciándose la construcción del futuro Estadio Monumental.

Al en el 1973, con un plantel que mantuvo la base del torneo anterior más nuevas incorporaciones, Colo-Colo se convirtió en el primer club chileno en disputar la final de la Copa Libertadores de América. En la final se enfrentaron en una polémica definición a Independiente de Argentina empatando 1-1 en Avellaneda y 0-0 en Santiago, pero perdiendo 1-2 en el desempate en Montevideo, en tiempo suplementario.

El 30 de septiembre de 1989, bajo el mandato de Peter Dragicevic, se inauguró de forma definitiva el Estadio Monumental con un partido entre Colo-Colo y Peñarol, que terminó con triunfo del Cacique por 2-1. El primer gol marcado en este recinto fue de Marcelo Barticciotto. La primera vuelta olímpica en el nuevo estadio se dio ese mismo año cuando Colo-Colo superó a Cobresal.

En el año 1991 el equipo se coronó campeón de América al ganar la Copa Libertadores. Colo-Colo luego de empatar 0-0 en la final de ida frente a Olimpia de Paraguay, en el Estadio Defensores del Chaco de Asunción, el Cacique venció 3-0 en la histórica vuelta en el Monumental, el 5 de junio de 1991, con dos goles de Luis Pérez y uno de Leonel Herrera (hijo).

El día 23 de enero de 2002, la justicia decretó la quiebra del club, entregando su administración a un síndico de quiebra. En el aspecto deportivo, Colo-Colo se consagró campeón nuevamente.

Producto de un proyecto ideado y materializado por los dirigentes del club, en el año 2005 tomó la administración de la institución la sociedad anónima Blanco y Negro S.A., la cual concesionó todos los activos del club por 30 años, a cambio de, entre otras obligaciones, pagar las deudas con lo obtenido a través de un exitoso proceso de colocación de acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago.

A fines de 2005 fue contratado como Director Técnico el ex jugador Claudio Borghi. En el primer semestre del año 2006, y fruto del éxito obtenido con el proyecto Blanco y Negro, la justicia finalmente levantó la quiebra de Colo-Colo y, después de cuatro años, el equipo logró levantar el título nacional número 24.

En el segundo semestre, el club participó en la Copa Sudamericana 2006, en donde logró alcanzar la final. En el año 2007, Colo-Colo se coronó tricampeón por segunda vez en su historia, al ganar el Apertura 2007. En la última fecha derrotó a Palestino por 1-0, superando por un punto a Universidad Católica y por tres al Audax Italiano.

Ya en la segunda parte del año, y luego de adjudicarse el Torneo de Clausura, Colo-Colo se convirtió en el primer club chileno en alcanzar un Tetracampeonato. Tras una irregular fase de grupos, en la etapa de play-off superó en cuartos de final a O'Higgins por 5 tantos a 0 en el partido de ida y 1-1 en la vuelta.

Se sucedieron una seguidilla de técnicos y los resultados no aparecían hasta que en 2014 Colo-Colo, por fin, alcanzó la estrella número 30 en un equipo liderado por el joven DT Héctor Tapia, y un plantel donde destacaron Esteban Paredes, Jaime Valdés, Esteban Pavez, Justo Villar y un grupo de chicos venidos de las divisiones inferiores.

El 06 de diciembre del 2015 Colo-Colo obtuvo su estrella número 31 de su historia.

#### **1.1.2. Universidad Católica (Cruzados S.A)<sup>4</sup>**

El 19 de abril de 1937 Augusto Gómez y Óscar Álvarez entran con paso firme y rápido al viejo edificio de la Asociación Central de Fútbol, en la esquina de Huérfanos con Morandé, tras algunas horas de reunión y cerca de la medianoche, Gómez y Álvarez salieron rápidamente de la sede del fútbol rumbo a Alameda con Portugal. La buena noticia había llegado al fin: Universidad Católica había sido aceptado como equipo en el fútbol rentado.

La historia se detendría el 21 de abril de aquel 1937, dos días después de la aceptación de la UC en el balompié profesional. En la calle Villavicencio 229 cerca de la Alameda, a pasos de la Casa Central de la UC se reunieron para fundar oficialmente y para siempre el Club Deportivo Universidad Católica.

---

<sup>4</sup> Información Resumida de Cruzados – Universidad Católica, Historia - Origen del Club, Disponible en: <http://www.cruzados.cl/el-club/origenes.html>

El 30 de mayo de 1937 fue el debut en la Serie B del fútbol chileno, torneo que actuó como segunda categoría de la ANFP y que agrupó, en esa temporada, a cuatro clubes amateur más los equipos de reserva de las instituciones más importantes de primera división. En su primera temporada en la Serie B, Universidad Católica finalizó en segunda ubicación tras la Universidad de Chile, frente a la que disputó el primer clásico universitario de la historia; el 13 de junio de 1937 cayó derrotado por 2:1.

El 13 de marzo de 1939 se confirma el ingreso a la primera división. Siendo el 16 de abril de 1939 el ansiado debut en primera división.

En 1949 bajó la dirección técnica de Alberto Buccicardi y con José Manuel Moreno que llegó desde River Plate a cambio de \$ 1.450.000 como principal figura, el club consiguió su primer campeonato de primera división chilena, tras vencer en la penúltima fecha a Audax Italiano por 2:1 en 27 de noviembre de ese año.

A nivel local el club realizó discretas campañas hasta 1954, temporada en la cual consiguió su 2° título profesional, con Sergio Livingstone, Raimundo Infante, Romualdo Moro y Miguel Ángel Montuori como grandes figuras del equipo, que en la última fecha del torneo acabó coronándose con un punto de ventaja sobre Colo-Colo.

Al año siguiente, hecho inédito para la institución hasta entonces, el club cayó a la segunda división. Hacía falta un cambio en la administración, y es por esto que asumió por segunda vez la presidencia del club Enrique Casorzo. En 1956, Universidad Católica nuevamente con Sergio Livingstone bajo los tres palos y Raimundo Infante como artillero consiguió el título de segunda división frente a Deportes La Serena al derrotarles 3:2 volviendo de esa forma a la serie de honor.

El 4 de junio de 1972, se anuncia la construcción del complejo San Carlos de Apoquindo. En 1973, el equipo descendió a segunda división. El estadio Independencia, propiedad del club fue demolido. La dirigencia se encontraba dividida acerca de cómo accionar ante esos complicados momentos. Sin lugar a dudas este fue el período más difícil de la institución. En 1975, de la mano del director técnico y ex cruzado Jorge Luco, Universidad Católica se coronó campeón de la segunda división gracias a figuras como Alberto Fouillioux, Óscar Wirth, Gustavo Moscoso y Eduardo Bonvallet.

Un año después de la obtención de la sexta corona, el 4 de septiembre de 1988, fue inaugurado el Estadio San Carlos de Apoquindo, hecho que concretó un viejo sueño cruzado.

El 12 de mayo de 1993, Universidad Católica accede a la final de la Copa Libertadores de América. Final en donde cayó ante São Paulo de Brasil por diferencia de dos goles (5:3 en el global), luego de que igualaron en puntaje.

El 20 de julio de 1995 es una fecha recordada por los hinchas de Católica y de Chile, ese día el joven ídolo cruzado Raimundo Tupper de solo 26 años de edad fallece durante una gira a Costa Rica. Noticia que sorprende a los amantes del balompié, pero no a sus cercanos el Mumo (Su apodo) debido a este se encontraba en una lucha silenciosa contra una depresión endógena. La que lo llevo a arrojarse desde un balcón del noveno piso del Hotel Centro Colón en San José de Costa Rica, Universidad Católica se encontraba en ese país realizando una serie de amistosos, entre ellos dos con el equipo local Deportivo Saprissa. Actualmente en los cerros de San Carlos existe una cruz para honrar su memoria.

En los años 1997 - 2002 - 2005 Católica logra su séptima, octava y novena corona respectivamente.

El 29 de septiembre de 2009, Jorge O'Ryan anunció una importante transformación en la rama de fútbol al darse a conocer la creación de Cruzados SADP, empresa concesionaria que asumió los derechos comerciales y financieros del fútbol profesional y formativo de Universidad Católica por cuarenta años, a través de un vínculo renovable. El 5 de octubre de 2009 se constituye el primer Directorio de Cruzados. El 4 de diciembre de ese año Cruzados SADP transa en la Bolsa de Comercio de Santiago treinta millones de acciones de primera emisión más diez millones adicionales.

En un asunto que trascendió a lo deportivo, el terremoto acaecido en Chile el 27 de febrero de 2010 provocó un cambio en la modalidad de competencia de la primera división. Pese a que estaba proyectado como un torneo corto, finalmente el torneo oficial se disputó en modalidad de dos ruedas, todos contra todos, sistema que no se utilizaba desde la temporada 2001. El 7 de julio de 2010, el directorio de Cruzados SADP margina al entrenador Marco Antonio Figueroa. Tres días después, el 10 de julio de 2010, se confirma como nuevo entrenador al ex-futbolista argentino, naturalizado español, Juan Antonio Pizzi.

Al final de ese año Universidad Católica se coronó campeón. A falta de escasas fechas para el término del torneo Colo-Colo rival directo en la disputa por el título poseía una ventaja de 7 puntos. La vuelta olímpica tuvo a lugar en el Estadio San Carlos de Apoquindo el 5 de diciembre de ese año, luego de que Universidad Católica derrotó 5:0 a Everton y obtuvo así su décima estrella en torneos oficiales. Fue el primer equipo chileno en ganar el Huemul de Plata y de paso recibió la denominación de Campeón del Bicentenario.

### **1.1.3. Universidad de Chile (Azul Azul)<sup>5</sup>**

El Club de Fútbol Profesional Universidad de Chile fue fundado el 24 de mayo de 1927. Surge como una rama deportiva al interior de la primera casa de estudios del país.

El 29 de mayo de 1938, la U debuto en el futbol profesional enfrentando a Magallanes, cayendo por 1-3, pero en la fecha siguiente consiguió su primer triunfo profesional al vencer a Unión Española por 4-3.

El año 1940 bajo la conducción de Luis Tirado y con Víctor Alonso, goleador del torneo con 20 anotaciones, como principal figura, Universidad de Chile se adjudicó el campeonato nacional por primera vez en su historia, tuvieron que pasar 14 años para volver a festejar.

El 11 de diciembre de 1959 la U definió el título con Colo-Colo en el partido final, el triunfo fue por 2-1. Las anotaciones fueron de Leonel Sánchez y Ernesto Álvarez. Era el inicio del glorioso "Ballet Azul" bajo el mando de Luis "El Zorro" Álamos.

---

<sup>5</sup> Información Resumida de Club Universidad de Chile, Historia – Reseña Histórica, Disponible en: <http://www.udechile.cl/historia/>

Con Luis Álamos en la dirección técnica el club obtuvo el campeonato nacional de 1962 tras derrotar por 5-3 en un partido definitorio a Universidad Católica, además de su primer bicampeonato correspondiente a las temporadas de 1964 y de 1965, durante esta primera etapa del Ballet Azul que fue el primer equipo chileno en disputar la Copa de Campeones de América (actual Copa Libertadores de América) en 1960. También al haber obtenido los campeonatos nacionales de 1967 y de 1969, bajo la dirección técnica de Alejandro Scopelli y Ulises Ramos respectivamente y que marcaban el ocaso de la generación del Ballet Azul y comienzo de los peores años del Club.

En 1988 Universidad de Chile descendió por primera vez a segunda división, tras empatar 2-2 con Cobresal en el Estadio Nacional. Las cifras revelan que el equipo obtuvo en total 26 puntos de 30 partidos. Durante su estadía en segunda división durante 1989, Universidad de Chile logró el liderato de la Zona Sur y ascendió a primera división. Finalmente, como líder del grupo de la zona sur disputó con Palestino, líder de la Zona Norte, el título de segunda división en el Estadio Nacional: ambas escuadras empataron 0-0 y, en definición a penales, con un 5-4, Universidad de Chile se adjudicó el trofeo.

Finalmente, el 18 de diciembre de 1994, en la última fecha, el club enfrentó a Cobresal. Universidad de Chile empató 1-1 alcanzó 49 puntos en total y tras 25 años sin títulos, se adjudicó por octava vez en su historia el campeonato nacional.

El 25 de mayo de 2007, comenzó la era Azul Azul S.A., una sociedad anónima destinada a desarrollar y explotar la concesión de los activos de la CORFUCH durante un plazo de 30 años prorrogables por 15 años. Federico Valdés asumió la presidencia.

En 2009, con la contratación del uruguayo Sergio Markarián como nuevo director técnico Universidad de Chile se consagró campeón del torneo de apertura 2009 siendo este el primer título obtenido por la concesionaria a cargo del Club.

Para el 2011, Universidad de Chile apostó por traer a la dirección técnica al argentino Jorge Sampaoli, entrenador con una corta trayectoria, pero que por su forma de entrenar y plantear los partidos, se le ha comparado con Marcelo Bielsa, a él se le sumaron los refuerzos Gustavo Canales, Albert Acevedo, Marcos González, Charles Aránguiz y Johnny Herrera, referente de la hinchada azul que regresó al club en donde se formó como jugador.

En el torneo de apertura 2011 la U clasifico a la final del campeonato instancia en la que enfrentó a Universidad Católica en un nuevo clásico universitario. La final de ida, con Universidad de Chile como local, se disputó en el Estadio Nacional: el cuadro cruzado venció por 2-0 a los azules. El 12 de junio de 2011, nuevamente en el Estadio Nacional pero bajo la localía de Universidad Católica, el cuadro azul salió a la cancha con el objetivo de obtener el título: en un partido de alta tensión, con una tripleta de Gustavo Canales, Universidad de Chile derrotó por 4-1 al cuadro cruzado, dio vuelta el resultado del partido de ida y se tituló campeón del Torneo de Apertura de 2011 su decimocuarta corona.

Por otro lado, en el torneo de clausura 2011 Universidad de Chile logró el mejor arranque de un equipo chileno en un campeonato de primera división al lograr nueve victorias consecutivas y ostentando veinticuatro goles a favor y tres en contra. El jueves 29 de diciembre de 2011 Universidad de Chile gana el bicampeonato empatando 0-0 en Calama y venciendo 3-0 a Cobreloa en la final del Clausura 2011.

Paralelamente durante el segundo semestre, el equipo logró de manera invicta la obtención de la Copa Sudamericana 2011. El 14 de diciembre del año 2011 en la final enfrentaron a Liga de Quito de Ecuador, venciendo 1-0 en el partido de ida y 3-0 en el de vuelta, un nuevo récord logrando por primera vez en la historia del fútbol chileno la Triple Corona, al obtener el Apertura 2011, la Copa Sudamericana 2011 y el Clausura 2011.

Como consecuencia de la campaña del año 2011, Universidad de Chile logró ser el séptimo mejor equipo del mundo, de acuerdo al ranking mundial de la IFFHS, detrás de Barcelona, Real Madrid, Vélez Sarsfield, Manchester United, Manchester City y Santos.

Universidad de Chile consigue el primer tricampeonato de su historia al ganar el torneo de apertura 2012, cuya final ante O'Higgins se definió mediante lanzamientos desde el punto penal. Cabe consignar que previamente a ello la U venció por Playoffs a Cobreloa y Colo-Colo (a este último en una remontada de 4-0, tras un 2-0 en la ida).

Finalmente, el gran éxito que tuvo Jorge Sampaoli en Universidad de Chile lo hizo ser el principal candidato para asumir la Selección Chilena. Así culminó uno de los procesos más exitosos en la historia del club: "La era Sampaoli".

Posteriormente, el 16 de mayo se concretó la llegada del uruguayo Martín Lasarte a la dirección técnica del club. Con Lasarte el equipo tuvo una gran campaña que lo catapultó a ser campeón del apertura del año 2014 (17° campeonato en la historia del club).

### **1.2. Motivación**

La motivación de trabajar mi memoria de título en el área de finanzas valorizando las Sociedades Anónimas Deportivas Profesionales que están abiertas al mercado bursátil, radica en poner término a una etapa de asimilación, aprendizaje y formación, y es en este punto donde he tomado la decisión de profundizar mis conocimientos en esta área, que de un principio captó mi atención y me incentivó a profundizar más en ella.

Actualmente en nuestro país se pueden encontrar diversos estudios que tratan sobre la valorización de empresas en las cuales destacan sociedades anónimas que trabajan en el área de la minería, agrícola, retail y forestal, por ello en búsqueda de completar este afán de estudio se realizara la valoración de las sociedades anónimas deportivas profesionales abiertas de nuestro territorio.

### **1.3. Objetivo General:**

“Valorar una sociedad anónima deportiva profesional chilena”

### **1.4. Objetivos específicos:**

- Analizar el comportamiento del mercado bursátil en las sociedades anónimas deportivas chilenas.
- Realizar un análisis financiero de sociedades anónimas deportivas profesionales.
- Analizar los factores que influyen a la hora de proyectar los flujos de cajas.
- Ejecutar la proyección de los flujos de caja.

## **CAPÍTULO 2**

### **MARCO TEÓRICO.**

La valoración de empresas implica tener en cuenta la diversidad de los mercados en los que se desarrolla una empresa, aun cuando puedan estar dentro de un mismo sector, difieren en cuanto a estructura, eficiencia, productividad y tendencia. Una empresa puede tener distintos valores para diferentes compradores por varias razones, por ejemplo, percepciones sobre el futuro del sector, estrategias particulares, economías de escala, etc. Es por ello, que valorarlas S.A.D.P conllevará cuantificar y analizar cada uno de los componentes de ésta, teniendo en cuenta todos los factores internos y externos, así como también sus situaciones presentes y futuras.

En la actualidad la valorización en una empresa es de mucha importancia tanto para directivos, inversionistas y proveedores, esto debido al creciente número de fusiones y adquisiciones de los últimos años generados por el desarrollo de los mercados y también por la apertura de los mismos a través de la eliminación de barreras de entrada. El valor de una empresa varía dependiendo de quién se interese por ella y los motivos que despierten dicho interés.

## 2.1 Valorización

Para iniciar esta investigación definiremos que es valorización.

### 2.1.1. Definiciones

#### 2.1.1.1. Definición de Valorización

- “La Valoración de una empresa es el proceso para determinar su valor para los usuarios o propietarios”<sup>6</sup>
- Gustavo Benítez (2013) señala que la Valoración de empresas pretende dar por conocido el valor económico de la empresa mediante distintos métodos buscando satisfacer un determinado propósito entre estos la compraventa de la empresa, la asignación de bonos de desempeño a sus trabajadores, el análisis de la creación de valor, tanto para la empresa como para los accionistas.

Luego de estas dos definiciones sobre la Valorización podemos entender que busca estimar un valor para las personas que interactúan con la empresa. Pero ¿Qué es un “Valor”?

#### 2.1.1.2. Definición de Valor

- Según Néstor Amaya (2009) el valor es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus usuarios o propietarios. Al hablar del valor pensamos en una estimación sujeta a múltiples factores económicos que no están regidos por principios de contabilidad.
- El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad, podríamos considerarlo como una opinión. Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad<sup>7</sup>

Podemos entender según estas definiciones, que el valor es una estimación, puede ser cambiado dependiendo del interés de la persona que lo calcule. Si es un comprador buscara el valor más bajo posible y si es un vendedor será lo contrario, ellos son los que deciden el valor final, lo denominamos “Precio”. Pero ¿Qué es el precio?

---

<sup>6</sup> (Rojo, 2000, pp. 2)

<sup>7</sup>(Brugger, 2007, Introducción, 3)

### **2.1.1.3. Definición de Precio**

- Álvarez, García y Borraez (2006) Señalan que el precio de una empresa se define como la cantidad de unidades monetarias (dinero) a la que un comprador y un vendedor acuerdan realizar una operación de Compra-Venta.
- Néstor Amaya (2009) El precio es el equivalente monetario del valor de equilibrio, esto es, el valor en el que estarían de acuerdo un comprador y un vendedor al momento de realizar una transacción, es decir, lo que se paga por el bien en el mercado.

Con estas definiciones sabemos que el precio es el valor final acordado por el comprador y el vendedor para realizar una transacción, este valor viene de una negociación entre las partes.

### **2.1.2. Para qué sirve la Valorización**

La principal función de la valorización es estimar el valor máximo y mínimo a pagar entre un comprador y un vendedor. Esta se puede utilizar como una forma de regular y mantener el control en el mercado financiero, previniendo los sobrecargos o abusos por parte empresas transnacionales a la hora de comprar una empresa de dimensiones pequeñas. A continuación tenemos un cuadro que muestra las funciones de la valorización:

Operaciones de Compra-Venta	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Al comprador le indica el precio máximo a pagar.</li> <li>• Al vendedor le indica el precio mínimo por el que se debe vender. Además hasta cuanto están dispuesto a ofrecer los compradores.</li> </ul>
Valoración de empresas cotizadas en bolsa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para comprar el valor obtenido con la cotización de acciones en el mercado.</li> <li>• La valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar una estrategia.</li> </ul>
Salidas a Bolsa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público</li> </ul>
Herencias y Testamentos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La valoración sirve para comprar el valor de las acciones con el de los otros bienes.</li> </ul>
Sistemas de remuneraciones basados en la creación de valor	La valorización de una empresa o una unidad de negocio son fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
Identificar los impulsores de valor	Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor
Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa	La valoración de una empresa y sus unidades de negocio es un paso previo a las decisiones de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.
Planificación estratégica	Decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes mantener, potenciar o abandonar. Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.
Procesos de arbitraje y pleitos	<p>Requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios.</p> <p>La valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de corte de arbitraje o del juez.</p>

Fuente: Pablo Fernández (2008)<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Tabla extraída de “Documento de Investigación” Autor: Pablo Fernández (2008) Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>.

### **2.1.3. Usuarios de la Valorización:**

Los usuarios de la valoración de empresa son los empresarios, inversionistas, analistas y directores de empresas, que buscan a través de la valoración un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa.

Puesto que al ser la valoración un modelo usado para calcular un rango de valores, entre los cuales se encuentran el precio de la empresa, los usuarios interesados en este proceso conseguirán en otras cosas poder evaluar proyectos, valorar inversiones, asignar estrategias y evaluar adquisiciones o fusiones.<sup>9</sup>

### **2.1.4. Factores que influyen en la valoración**

Se pueden identificar cuatro factores, estos son:

#### **2.1.4.1. Crecimiento esperado por el negocio:**

Si una compañía es capaz de incrementar sus ventas con mayor rapidez, o si el mercado bursátil percibe que el subsector en el que se encuentra una compañía tendrá un fuerte crecimiento en el futuro, entonces el precio que se pagará por esas acciones será más alto.

#### **2.1.4.2. Mercado objetivo final de la empresa:**

Lo que aquí se estudia no es la capacidad de la empresa de multiplicar sus ventas dentro de uno o dos años, sino en un horizonte de largo plazo. Los mercados objetivos son un claro ejemplo en empresas como Apple cuando lanzó al mercado su Ipod.

#### **2.1.4.3. Margen del negocio en cuestión:**

Cuando el margen de beneficio neto sobre ventas  $UN/Vtas.$  (O utilidades netas sobre ventas netas) medido en términos porcentuales es más alto, mayor será su impacto sobre el valor de la empresa, pues negocios con alto margen obtendrán mayores ganancias lo que eleva el patrimonio empresarial y, en consecuencia se incrementan las utilidades y dividendos por acción.

---

<sup>9</sup> Información extraída de “Documento de Investigación” Autor: Pablo Fernández (2008) Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>.

#### **2.1.4.4. Beneficios retenidos:**

No sólo es importante el monto de los beneficios netos, sino cuánto de éstos se retienen para financiar el crecimiento futuro de la empresa e inclusive para financiar capital operativo.

Con la información recopilada anteriormente ya sabemos que significa y que busca la valorización de una empresa, también quienes serían las personas interesadas y los factores que influyen en ellas. A continuación definiremos más en profundidad que es un S.A.D.P.

### **2.2. Sociedad Anónima Deportiva Profesional**

#### **2.2.1. Definición**

Según la Ley N° 20.019 en su artículo 16° son entidades que se dedican a organizar, producir, comercializar y participar en espectáculos deportivos profesionales y en otras relacionadas o derivadas de éstas, para obtener un beneficio económico.<sup>10</sup>

#### **2.2.2. Origen**

Las S.A.D.P. surgieron como la solución a la crisis que vivía el balompié criollo, denuncias de corrupción contra los dirigentes en el poder, irregularidades laborales de los jugadores, sueldos impagos, sobre endeudamiento de los clubes más “grandes” acompañado de acusaciones de turbiedad, evasión tributaria, totalitarismo y robos, hechos que aparecían y manchaban deporte del país a finales de los años 90 y principios del siglo XXI. Caos que llevo que el club más popular y con mayores éxitos en esos años Colo-Colo fuera declarado en quiebra el 23 de enero de 2002, por una deuda cercana a los \$22.000.000.000.- (alrededor de unos US\$ 30.000.000.-) lo que provoco que surgiera rumores de una posible desaparición de este.<sup>11</sup>

Paralelo a esto se veía el éxito de los clubes SADP en el mundo entero, marcados por una transparencia en sus estados y una lluvia de estrellas que abundaban en los Torneos de España, Italia, Inglaterra, etc.

---

<sup>10</sup> Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) “Ley 20019” Artículo 16°- (2005) Disponible en: [http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1488\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1488_doc_pdf.pdf)

<sup>11</sup> Jorge Javier Vergara Núñez February 2014, Albo Indómito, Disponible en: <http://alboindomito.blogspot.cl/2014/02/la-llegada-de-las-sadp-al-futbol.html>

El 7 de mayo de 2005 se promulgó la ley 20.019, de Sociedades Anónimas Deportivas (SADP), norma que buscaba ordenar el caos financiero que estaba en el fútbol chileno. Esta ley busca que los clubes de futbol se transformen en organizaciones deportivas profesionales, estas deben estar inscritas en el “Registro de Organización Deportivas Profesionales” administrado por el Instituto Nacional de Deportes de Chile. Los tipos de organización es que existen son las Sociedades Anónimas deportivas Profesionales y los Fondos de Deporte Profesional.

Como se ha mencionado las SADP fueron creadas para aumentar la transparencia en futbol, esto consta que las SADP o FDO deben presentar sus presupuestos, estados financieros y toda su información financiera en general a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)<sup>12</sup>

Ahora que conocemos más en profundidad lo que es una SADP, por qué surgieron y las mejoras que ofrecieron traer al futbol chileno, podemos continuar con nuestra investigación.

Para eso es necesario mencionar cuales son los métodos de valorización que se podrían emplear en estas empresas, además conocer los ratios financieros que las SADP ocupan en sus memorias.

### **2.3. Análisis Financiero**

El objetivo del análisis financiero es conocer la profundidad de los resultados de la empresa en los periodos de explotación. Para obtener el comportamiento de la empresa y saber si el negocio está funcionando, este tipo de análisis tiene 3 partes que son el análisis vertical, horizontal y las razones financieras.

#### **2.3.1. Análisis Vertical**

Se utiliza para comparar las variaciones de la empresa en cuanto a su estructura de capital dentro de un mismo período, es decir, se analiza cada cuenta del balance general y del estado de resultados obteniendo un porcentaje de variación.

$$\text{Análisis vertical} = \left( \frac{\text{activos disponibles}}{\text{total de activos}} \right) * 100$$

---

<sup>12</sup> Información Extraída de SVS Educa, Portal de Información Financiera, Preguntas Frecuentes Disponible en: <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1078.html>

### 2.3.2. Análisis Horizontal

Permite conocer cómo se ven afectados los resultados a los cambios de actividad de la empresa. Es el porcentaje de variación de un período respecto a otro de las partidas contables. La idea es compararlas entre períodos, si de este análisis se obtiene un resultado negativo se tiene una disminución de las partidas y en el caso de obtener resultados positivos implica un aumento de las partidas contables.

La fórmula es:

$$\Delta = \left( \left( \frac{\text{Saldo actual}}{\text{Saldo anterior}} \right) - 1 \right) * 100$$

### 2.3.3. Razones

Las razones financieras son ocupadas en el mundo financiero para medir o cuantificar la realidad económica y financiera de una empresa. Las razones financieras permiten hacer comparaciones entre los diferentes periodos contables o económicos de la empresa, de esa forma conocer el comportamiento de esta durante el tiempo. Se dividen en las siguientes categorías:

#### 2.3.3.1. Índice de Liquidez

La liquidez de una organización es medida por la capacidad para saldar las obligaciones a corto plazo que se han adquirido a medida que éstas se vencen. Se refieren no solamente a las finanzas totales de la empresa, sino a su habilidad para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes, en este índice destacan los índices de actividad. Como el tipo de empresas que estamos evaluando no producen este producto no es aplicable esas razones.

- Liquidez Corriente

El grado en que una empresa puede hacer frente a sus obligaciones corrientes a corto plazo, el óptimo será mayor a uno.

$$\text{Liquidez Corriente} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

### 2.3.3.2. Índices de Endeudamiento

Miden la proporción de financiamiento hecho por terceros con respecto a los dueños de la empresa. De la misma forma, muestran la capacidad de responder las obligaciones con los acreedores. Los índices más utilizados son los siguientes:

- Razón Endeudamiento

Es el porcentaje de activos que ha sido financiado por terceros.

$$\text{Razón de endeudamiento} = \frac{\text{Pasivos totales}}{\text{Activos totales}}$$

- Razón Deuda Corto Plazo/ Deuda Total

Busca estimar el porcentaje de endeudamiento de corto plazo de la empresa.

$$\text{Proporción deuda corto plazo} = \frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Total Pasivos}}$$

- Razón Deuda Largo Plazo/ Deuda Total

Busca estimar el porcentaje de endeudamiento de largo plazo de la empresa.

$$\text{Proporción deuda Largo plazo} = \frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Total Pasivos}}$$

- Apalancamiento Financiero

Si es mayor que 1 la deuda aumenta la rentabilidad y por tanto es recomendable. Si es menor que 1 la deuda disminuye la rentabilidad y no es conveniente, finalmente si es igual a 1 la deuda no tiene efecto sobre la rentabilidad.

$$\text{Apalancamiento financiero} = \frac{\text{Activo}}{\text{Patrimonio}}$$

### 2.3.3.3. Índices de Rentabilidad

Con estas razones se pretende medir el nivel o grado de rentabilidad que obtiene la empresa ya sea con respecto a las ventas, al monto de los activos de la empresa o al capital aportado por los socios.

Se hará una modificación en la fórmula original debido a que la mayoría de los periodos tienen un valor negativo en las “ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos”, debido a esto se evaluará con el “Ebitda” ya que excluye las amortizaciones, depreciaciones y gastos financieros, esto nos permite ver el funcionamiento y el valor de la empresa que será diferente a los percibido por los dueños.

Los indicadores más comunes son los siguientes:

- Rentabilidad Activo

Porcentaje de utilidad o pérdida previo a los gastos financieros, obtenido por cada peso invertido en activos; se expresa en porcentaje.

$$ROA = \left( \frac{Ebitda}{Total\ activos} \right) * 100$$

- Rentabilidad Patrimonio

Porcentaje de utilidad o pérdida obtenido por cada peso que los dueños han invertido en la empresa, incluye las utilidades retenidas; se expresa en porcentaje.

$$ROE = \left( \frac{Ebitda}{Patrimonio} \right) * 100$$

- Margen Bruto

Porcentaje de ingresos de explotación posterior a los costos, dando a conocer el grado de eficiencia en la gestión; se expresa en porcentaje.

$$Margen\ bruto = \left( \frac{Ingresos\ de\ explotación - Costos\ de\ explotación}{Ingresos\ de\ explotación} \right) * 100$$

#### 2.4. Método de Valorización

Para la realización de este estudio se ocupará el método de flujos de caja descontados, el cual se basa en la capacidad que tiene una empresa en generar flujos de efectivo, la valorización puede desarrollarse bajo situaciones distintas las que otorgan un resultado diferente al investigador, por lo que es necesario desarrollar y revisar en profundidad la información financiera de cada sociedad para lograr una valorización correcta.

### **2.4.1. Métodos de Flujos de Caja Descontados.**

En este método existen 10 formas para calcular el mismo valor. Este resultado es lógico debido a que los métodos analizan la misma realidad bajo la misma hipótesis, solo difieren en los flujos que toman como punto de partida para la valorización.

Determinan el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

En estos métodos se toma a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, sería el método más apropiado para valorar una S.A.D.P será este.

La determinación de la tasa de descuento para cada tipo de flujo de fondos es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo de las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo eligen los interesados.<sup>13</sup>.

#### ➤ Construcción del flujo de caja libre

Para realizar la proyección de las S.A.D.P se tomará en consideración los estados financieros y estados de resultados de los años 2009 al 2015 y se definirá un horizonte de tiempo a analizar de 10 años. Para obtener el resultado operacional se determinará el crecimiento esperado de la empresa utilizando las proyecciones de la misma, de esto se obtendrá un índice promedio de crecimiento. También se calculará el margen operacional promedio de la empresa y con éste se determinarán los costos operacionales.

Con relación a las cuentas de inversiones se trabajará con los valores promedios de manera lineal, salvo que se tenga información de inversiones.

### **Tabla 2.1**

#### Esquema de Flujo de Caja

---

<sup>13</sup>Sapag Sapag, [2008]p: 90.

<b>Cuentas flujo de caja</b>	
Ingresos de explotación	
-	Costos de explotación
-	Gastos de administración y ventas
=	Resultado operacional
+	Ingresos financieros
+	Utilidad de inversión de empresas relacionadas
+	Otros ingresos
-	Amortización menor valor de inversiones
-	Gastos financieros
-	Otros egresos
±	Diferencia de cambio
±	Corrección monetaria
=	Resultado antes de impuesto
-	Impuesto a la renta
=	Utilidad [pérdida] del ejercicio
Ajustes (Movimientos contables que no corresponden a flujos de caja)	
+	Depreciación
+	Gastos financieros después de impuestos
+	Otros egresos fuera de explotación después de impuesto
-	Otros ingresos fuera de explotación después de impuesto
±	Diferencia de cambio
±	Corrección monetaria
=	Flujo de caja bruto permanente
Inversiones	
-	Inversión en capital físico
-	Aumentos [disminuciones] de capital de trabajo
=	Flujo de caja libre

Fuente: Elaboración propia basada en clases de “Valorización de Empresas”

➤ **Descuento de los flujos de caja libre:**

Con los flujos ya proyectados a diez años, y con la tasa de costo promedio ponderado de capital, los flujos de descontarán para conocer el valor actual.

$$V = \frac{CF}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

Dónde:

CF : Flujo de caja por período.

VR : Valor de la perpetuidad

K : Tasa de capitalización

➤ **Valor Residual:**

Para el último año de flujo proyectado y tomando como premisa que las condiciones de la empresa no cambiarán se calcula la perpetuidad de los flujos futuros.

$$Vr = \frac{Fn (1 + g)}{Wacc - g}$$

Dónde:

Vr : Valor residual de la empresa.

Fn : Último flujo del horizonte de proyección.

g : Tasa de crecimiento de la empresa

**2.4.1.1. Determinación del costo del capital**

El costo del capital de la empresa en cuestión es la mínima tasa de rentabilidad a la que la empresa deberá remunerar a las fuentes financieras que componen su pasivo, con el objetivo de mantener a sus inversores satisfechos evitando al mismo tiempo que disminuya el valor de mercado de sus acciones.<sup>14</sup> Para ello es necesario conocer el precio al cual la empresa paga el costo por la utilización del capital, tanto de la deuda como el capital propio, así como también las características del riesgo de mercado. Entonces, de acuerdo a Mascareñas, el costo del capital es la tasa de rentabilidad que la empresa deberá conseguir con objeto de satisfacer a los

---

<sup>14</sup> Mascareñas [2001]p:4

accionistas y acreedores por el nivel de riesgo que corren<sup>15</sup>, es decir, un riesgo alto implica un costo de capital alto, y por ende una mayor tasa de descuento y una menor valoración.

Según lo anterior, se muestran a continuación los principales modelos:

➤ **Determinación de Beta:**

De acuerdo a la información existente el Beta se calculará por el método de mínimos cuadrados, es decir, un modelo de regresión lineal simple, entre los retornos de la acción de las S.A.D.P. y el retorno de IGPA. Si el beta obtenido no es representativo se buscare un beta sectorial en la página del profesor Aswath Damodaran<sup>16</sup>, estos se encuentran desapalancados por lo cual será necesario apalancarlo con la fórmula de Hamada (1993).

La ecuación para apalancar el beta sin deuda es:

$$Bp^{cd} = Bp^{sd} * [1 + ((1 - t) * D/P)]^{17}$$

➤ **Beta sin deuda**

Si obtenemos el valor de Beta mediante la regresión es necesario conocer el Beta sin deuda o desapalancado, esto se realizara utilizando la siguiente fórmula<sup>18</sup>:

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} * \left(1 + \frac{D}{P} * (1 - T)\right)$$

Dónde:

$B^{c/d}$  = Beta con deuda

$B^{s/d}$  = Beta sin deuda

$D/P$  =Relación deuda patrimonio

T = Tasa corporativa

---

<sup>15</sup>loc.cit

<sup>16</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, Risk Discount Rate, Total Beta By Industry Sector, Global. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>17</sup> Información Extraída de: Clase 02 Valoración de Empresas 2015.

<sup>18</sup> Obtenida de material de clases de Finanzas Corporativas 2014.

➤ **Modelo de valoración de activos financieros [CAPM]**

Es un modelo utilizado para estimar el costo de capital de los accionistas en relación a las variaciones del mercado de valores. Parte de la base que la tasa de rendimiento requerida de un inversor es igual a la tasa de rendimiento sin riesgo más una prima de riesgo, donde el único riesgo importante es el sistemático.

La fórmula del CAPM es la siguiente<sup>19</sup>:

$$CAPM [Kp] = rf + \beta[rm - rf]$$

Para esto utilizaremos los valores del Banco Central a cinco años, donde, “Kp” es el rendimiento esperado de los accionistas, “rf” es la tasa libre de riesgo, “β” es el indicador de riesgo Beta y “[rm-rf]” es el premio por riesgo<sup>20</sup>.

➤ **Costo de la deuda:**

Este se calculará mediante la fórmula:

$$KD = \frac{CF}{DF}$$

Donde “CF” será el costo financiero de la empresa y “DF” la deuda financiera de esta.

➤ **Costo de capital promedio ponderado (WACC):**

El WACC es la tasa de descuento para los flujos de caja futuros, para que de esta manera se pueda determinar el valor actual de la empresa. Se calcula cuando en la empresa existe un financiamiento dado por recursos propios y otro financiamiento dado por deuda. De esto se genera una ponderación entre los promedios de la deuda con terceros y lo financiado con el patrimonio de dueños o accionistas<sup>21</sup>.

La fórmula para calcular el WACC es la siguiente:

$$WACC = Kp * \frac{P}{D + P} + \frac{D}{D + P} + Kd * [1 - T]$$

Donde:

Kp= Costo del patrimonio

Kd= Costo de la deuda antes de impuesto

<sup>19</sup>Ross, Westerfield, & Jaffe [2009]p:287

<sup>20</sup> Lira &Sotz, [2011]p:10-21

<sup>21</sup>Vergara & González, [2011]p:30

D= Monto de la deuda

P= Monto del capital propio

T= Tasa de descuento de la empresa

Del cálculo de esta fórmula resultará un porcentaje que utilizaremos como tasa de descuento para el cálculo de valores, como el valor actual neto y la tasa interna de retorno, para finalmente obtener el valor económico de la empresa.

### **CAPÍTULO 3**

#### **DESCRIPCIÓN DE LAS SOCIEDADES.**

Luego de conocer la teoría correspondiente al tema de esta memoria se profundiza en la estructura de estas sociedades, por ejemplo conocer el número de accionistas, número de acciones, presidente, directorio, comportamiento de las acciones, entre otras, con la finalidad de saber cuál ha sido la conducta de estas empresas desde su apertura a la bolsa.

Para mantener una estructura ordenada la descripción será por orden alfabético al igual que en la introducción donde se hizo referencia a la historia de estos clubes, de esa forma no caer en equivocaciones, el nombre de la concesionaria será escrito entre comillas al lado del nombre del equipo.

### 3.1 Colo-Colo, “Blanco y Negro”

Blanco y Negro S.A. fue constituida por escritura pública otorgada el 8 de marzo de 2005 ante notario público de Santiago señora Nancy de la Fuente, cuyo extracto fue publicado en el diario oficial N° 38.110, de fecha 14 de Marzo de 2005, e inscrito en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago, a fojas 8195, número 5994 del mismo año.<sup>22</sup>

#### 3.1.1. Identificación<sup>23</sup>

- Rut : 99.589.230-8
- Razón Social : Blanco y Negro S.A.
- Número de Inscripción : 902.
- Fecha de Inscripción : 30/05/2005.
- Teléfono : (2) 3398687.
- Fax : 3320020.
- Domicilio : Av. Marathon 5300, Macul, Santiago, Chile.
- Región : Metropolitana.
- Sitio Web : www.colocolo.cl
- Correo Electrónico : club@colocolo.cl
- Número de Acciones <sup>24</sup> : 100.000.000
- Precio Acción (31/12/2015) : \$ 169,9

<sup>22</sup> Información Extraída de: Memoria 2015 Blanco y Negro; Disponible en la Página Web de SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica, Enlace: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=99589230&grupo=0&tipoentidad=RVE MI&row=AABbBQABwAAAA5YAAg&vig=VI&control=svs&pestanía=32>

<sup>23</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=99589230&grupo=0&tipoentidad=RVE MI&row=AABbBQABwAAAA5YAAg&vig=VI&control=svs&pestanía=46>

<sup>24</sup> Información Extraída de: Bolsa de Santiago, Mercados, Acciones, Colo-Colo, Resumen del Instrumento, Disponible en : <http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=COLO%20COLO#horizontalTabRI1>

### 3.1.2. Directorio Y Administración<sup>25</sup>

#### 3.1.2.1. Directorio

Con fecha 31/12/2015 el Directorio de Blanco y Negro se encuentra constituido por:

**Tabla 3.1**

Directorio de Blanco y Negro S.A.

Rut	Nombre	Cargo	Fecha de Nombramiento
9.752.828-4	Yakob Aníbal Mosa Shmes	Presidente	24/04/2015
7.036.295-3	Paul Ernesto Fontaine Benavides	Vicepresidente	24/04/2015
5.478.723-5	Alfonso Gómez Morales	Director	24/04/2015
5.719.922-9	Leonidas Vial Echeverria	Director	24/04/2015
7.364.249-3	Pedro Grau Bonet	Director	24/04/2015
8.465.834-0	Leonardo Battaglia Castro	Director	24/04/2015
8.588.579-0	Pablo Andrés Morales Ahumada	Director	24/04/2015
13.197.328-4	Alejandro Jaaziel Zuñiga Droguett	Director	24/04/2015
13.689.0228-K	Pablo Alejandro Acchiardi Lagos	Director	24/04/2015

Fuente: Elaboración propia en base a información registrada en SVS

#### 3.1.2.2. Administración

**Tabla 3.2**

Administración de Blanco y Negro S.A.

Rut	Nombre	Cargo	Carrera
8.332.699-9	Alejandro Paul González	Gerente General	Ingeniería Comercial
8.845.836-2	Paulina Agüero Ortega	Gerente Comercial	Ingeniería Comercial
8.507.126-2	Juan Gutiérrez Acosta	Director Deportivo	Profesor Educación Física

Fuente: Elaboración propia en base a información en la Memoria 2015 Blanco y Negro

<sup>25</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Pública. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=99589230&grupo=0&tipoentidad=RVE MI&row=AABBQABwAAAA5YAAg&vig=VI&control=svs&pestanía=46>

### 3.1.3. Accionistas<sup>26</sup>

Con Fecha 31/12/2015 los 12 mayores Accionistas de Blanco y Negro son:

**Tabla 3.3**

Accionistas de Blanco y Negro S.A.

Nombre	Nº de acciones suscritas	% de Propiedad
Larraín Vial S.A Corredora de Bolsa	52.066.043	52,07%
Negocios y valores S.A C de B	7.261.495	7,26%
BTG Pactual Chile S.A de B	5.621.969	5,62%
BanChileCde B S.A	5.453.804	5,45%
Santander Corredores de Bolsa Limita	3.840.777	3,84%
Siglo XXI Fondo de Inversión	3.098.825	3,10%
Consorcio C de B S.A	2.162.525	2,16%
BCI C de B S.A	2.108.998	2,11%
BancoEstado S.A C de B	1.922.362	1,92%
MCC S.A Corredores de Bolsa	1.922.037	1,92%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A	1.669.177	1,67%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A	1.527.513	1,53%

Fuente: Elaboración propia en base a información registrada en SVS

### 3.1.4. Precio Acción<sup>27</sup>

Al 31 de diciembre del año 2015 las Acciones de Blanco y Negro se transaron a \$169,9 por Acción, valor que se encuentra por debajo del promedio de dicho año de \$223,3 por Acción, lo que nos muestra que actualmente existe una desconfianza en lo hecho por la concesionaria que está administrando el club.

<sup>26</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Pública. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=99589230&grupo=0&tipoentidad=RVE MI&row=AABbbQABwAAAA5YAAg&vig=VI&control=svs&pestanian=5>.

<sup>27</sup> Información Extraída de: Bolsa de Santiago, Mercados, Acciones, Colo-Colo, Resumen del Instrumento, Disponible en: <http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=COLO%20COLO#horizontalTabRI1>.

La volatilidad del precio de las acciones es influida por 3 grandes causas: por “Oferta y Demanda” de los papeles en el mercado, los “Beneficios Esperados” de las empresas y la “Especulación” que se tiene sobre los resultados de la empresa, esta última causa es uno de los puntos que toma mayor fuerza en el mercado accionario debido a que busca predecir el comportamiento y resultado futuro de la empresa.

En el caso de Sociedades Anónimas Deportivas Profesionales se presenta una nueva causa “Los resultados del club en los campeonatos”, es una variable que presenta una mayor volatilidad y que repercute semana a semana en los valores de las acciones de estas empresas.

Volviendo al caso de Blanco y Negro el precio de cierre del año 2015 llama la atención, puesto que días antes Colo-Colo había logrado la obtención del Campeonato Scotiabank Apertura 2015-2016, pero casi dos meses antes del final del campeonato se descubrieron hechos de corrupción en la ANFP, en la FIFA y en la CONMEBOL lo que ocasionó desconfianza e inseguridad en el mercado accionario de este tipo de empresas, esto castiga el valor de las acciones provocando bajas en la tasación, por lo que da entender que no es suficiente los resultados deportivos para que el valor de las acciones se mantengan al alza.

### **3.1.5. Precios históricos de las acciones**

A continuación se presenta la evolución del precio de la acción de Blanco y Negro desde su salida a la bolsa hasta el 31 de diciembre del 2015.

Las acciones se comenzaron a transar en la bolsa el día 29/03/2006 a un valor de \$270 cada una, luego de una baja en el precio los primeros meses logro una mejoría y termino cerrando ese año en \$316,03 por acción, lo que se ve reflejado en los resultados deportivos del club en esa fecha, donde el club disputo la final de la Copa Sudamericana y logro el Bicampeonato del Futbol Chileno.

El año 2007 presentaron un alza hasta llegar a los \$361,1 por acción el 02-05-2007, en ese momento Colo-Colo vivía uno de sus mejores momentos como club siendo líder en el campeonato nacional y presentando un balance limpio gracias a la venta de jugadores. Ese año las acciones cerraron a la baja terminando en \$232,06 por acción debido a los problemas de la dirigencia con el cuerpo técnico de ese entonces, lo que ocasionó desconfianza en la administración de Blanco y Negro provocando un descenso en el valor.

El 2008 fue un año para el olvido en el mercado accionario de Blanco y Negro, ese año las acciones se desplomaron llegando a \$110,1 por acción el 14/10/2008. Lo que se refleja con la crisis financiera mundial en dicho año donde las mayores bolsas del mundo cayeron hasta un 30%, esto provocó pánico en los inversores y ahorradores al verse afectado el mercado financiero. Al 31/12/2008 las acciones se transaron en \$168 c/u presentando una mejora en el valor luego de que el sistema financiero se estabilizara, además Colo-Colo se coronó campeón del clausura 2008 pudiendo así mejorar su tasación en la bolsa.

Para el año 2009 el comportamiento de las acciones fue más estable tendiendo levemente al alza, principalmente por la inauguración del “Museo Colo-Colo” donde la concesionaria vería nuevos ingresos a sus arcas, además la obtención del campeonato de clausura de ese año. Finalizando el año las acciones se cotizaban a \$186 por acción.

En un año difícil para nuestro país como lo fue el 2010, el mercado accionario de Colo-Colo obtuvo una mediana alza en los valores de sus acciones cerrando en \$247 cada una, esto debido al torneo disputado en dicho año donde se mantuvo en primer lugar hasta la penúltima fecha, además el club firma nuevos contratos con sponsors que aumentarían sus ingresos.

El 2011 fue pésimo en lo deportivo, pero fue amortiguado por la venta de cinco jugadores que arreglaron el panorama económico y accionario de la concesionaria, para así terminar el año con un valor de \$234 por acción, esta fue una leve baja en el valor.

Para el año 2012 Blanco y Negro realizó un cambio en el directorio asumiendo Carlos Tapia como nuevo presidente de la sociedad, consigo llegó Omar Labruna como director técnico, el club volvió a la senda de los triunfos, llegando a dos semifinales consecutivas, provocando que sus acciones subieran debido a los resultados del equipo. Al término del año las acciones eran cotizadas a \$285,9 cada una.

El 2013 comenzó con la salida apresurada de Omar Labruna y el interinato de Héctor Tapia entrenador de divisiones inferiores del club, dicho interinato culminó con la llegada de Gustavo Benítez que solo duró unos meses y fue destituido por malos resultados, volviendo a asumir Héctor Tapia pero esta vez de director técnico oficial del club, logrando retomar las victorias y terminando el 2013 con buenos resultados. En lo accionario se volvió a presentar una volatilidad, marcado por grandes aumentos y bajadas del valor de estas, culminando el año con una leve alza \$305 por acción.

En el 2014 comenzó con un aumento en la tasación de las acciones de Blanco y Negro llegando a un crecimiento del 67% en un mes y medio desde el comienzo del torneo, esto se debe a que en el mismo periodo de tiempo el club tenía el mejor comienzo de campeonato en años, bajo la dirección técnica de Tapia y con jugadores de experiencia y renombre. Los valores se mantuvieron altos hasta el término del campeonato donde Colo-Colo obtuvo su campeonato número 30.

Durante y después del receso de la copa mundial de ese año, las acciones bajaron considerablemente perdiendo todo lo ganado. El Club no logró repetir el rendimiento del semestre pasado, haciendo que el valor de sus acciones bajara hasta los \$269 cada una, cerrando así el año con una pérdida de 12% en el precio.

El año pasado las acciones de Blanco y Negro llegaron al valor más bajo de los últimos 6 años transándose en \$152 por acción, valor muy inferior. Esto se debe a la crisis del fútbol y los malos resultados administrativos de la empresa, lo que generó desconfianza. Al 31 de diciembre las acciones se valoraron a \$169,9 cada una.

Las acciones de Colo-Colo presentan una volatilidad muy alta, tendiendo a alzas y descensos que duran solo días y van acorde a los resultados obtenidos por el club. En el último año se ha ocasionado un descenso global en el mercado accionario de estas empresas, provocando que los valores de las acciones desciendan a los niveles más bajo registrados en los últimos años. Cabe mencionar que el análisis anterior se realizó mediante la lectura y observación de los resultados obtenidos por el club y los valores de las acciones que se encuentran en la bolsa de Santiago.

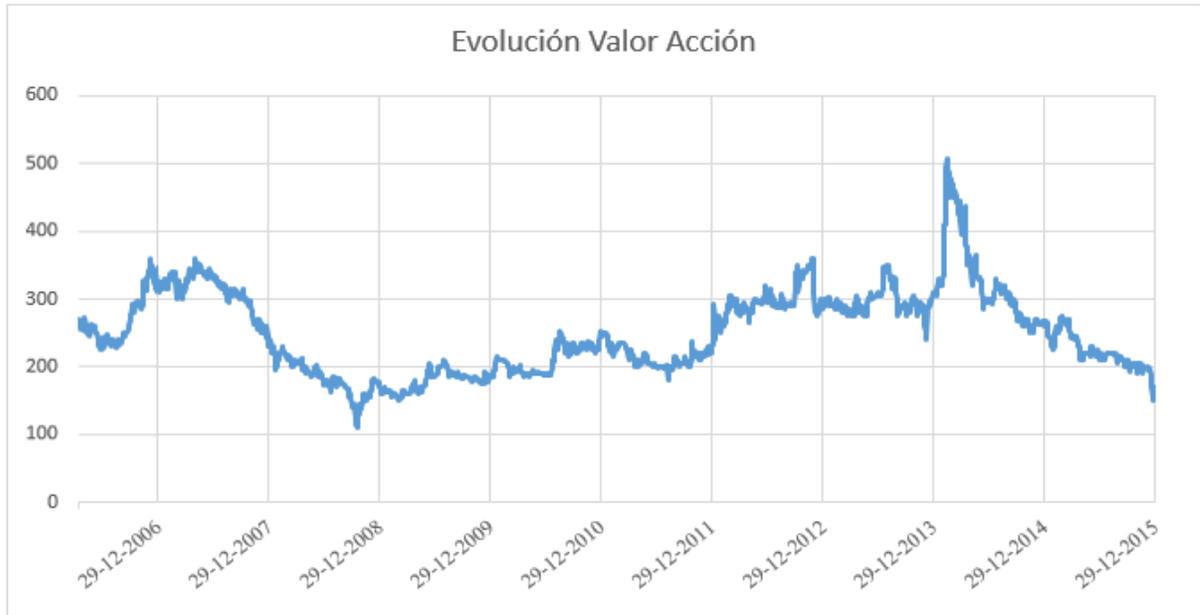


Figura 3.2: Comportamiento de las Acciones Blanco y Negro

Fuente Elaboración Propia

### 3.2. Universidad Católica, “Cruzados S.A”

El 28 de septiembre de 2009 mediante escritura pública, fue constituida la Sociedad Cruzados SADP ante el Notario Público de Santiago, señor Cosme Fernando Gomila Gatica, y publicado el extracto de su escritura en el Diario Oficial de fecha 01 de octubre de 2009 e inscrito en el registro de comercio bajo el Número 32.210 del año 2009.<sup>28</sup>

#### 3.2.1. Identificación<sup>29</sup>

➤ Rut	:	76.072.469 - 6
➤ Razón Social	:	Cruzados S.A.D.P.
➤ Numero de Inscripción	:	1047
➤ Fecha de Inscripción	:	13/11/2009
➤ Teléfono	:	2 4124400
➤ Fax	:	2 4121100
➤ Domicilio	:	Av. Las Flores 13000, Las Condes, Santiago.
➤ Región	:	Metropolitana.
➤ Sitio Web	:	www.cruzados.cl
➤ Correo Electrónico	:	contacto@cruzados.cl
➤ Número de Acciones <sup>30</sup>	:	58.973.136
➤ Precio Acción (31/12/2015)	:	\$160.-

<sup>28</sup> Información extraída de: Memoria 2015 Cruzados S.A.D.P Disponible en la Página Web de la SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica, Enlace: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=32>

<sup>29</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=1>

<sup>30</sup> Información extraída de: Memoria 2015 Cruzados S.A.D.P Disponible en la Página Web de la SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica, Enlace: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=32>

### 3.2.2. Directorio y Administración

#### 3.2.2.1. Directorio<sup>31</sup>

Con fecha 31/12/2015 el Directorio de Cruzados S.A se encuentra constituido por:

**Tabla 3.4**

Directorio de Cruzados S.A

Rut	Nombre	Cargo	Fecha de Nombramiento
7.013.731-3	Luis Larrain Arroyo	Presidente	16/04/2015
4.779.273-8	Guillermo Agüero Piwonka	Vicepresidente	16/04/2015
6.065.778-5	Carlos Patricio Williamson Benapres	Vicepresidente	16/04/2015
4.774.243-9	Jaime Estévez Valencia	Director	16/04/2015
5.058.433-k	Alex Harasic Duran	Director	16/04/2015
5.898.685-2	Juan Pablo del Rio Goudie	Director	16/04/2015
6.263.304-2	Hernán de Solminihac Tampier	Director	16/04/2015
6.372.295-2	Jorge Garcés Jordán	Director	16/04/2015
6.474.224-8	Victor Pucci Labatut	Director	16/04/2015
8.668.020-3	Juan Tagle Quiroz	Director	16/04/2015
15.640.908-1	Fernando Tomás Echeverría Alcaino	Director	16/04/2015

Fuente: Elaboración propia en base a información registrada en SVS

#### 3.2.2.2. Administración<sup>32</sup>

Con fecha 31/12/2015 la administración de Cruzados S.A se encuentra constituida por:

<sup>31</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=46>

<sup>32</sup> Información Extraída de: Memoria 2015 Cruzados S.A; Disponible en la Página Web de SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica, Enlace: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=32>

**Tabla 3.5**

Administración de Cruzados S.A

Rut	Nombre	Cargo	Carrera
10.853.201-7	Juan Pablo Pareja Lillo	Gerente General	Ingeniería Comercial
21.771.085-5	José María Buljubasich	Gerente Deportivo	
8.569.030-2	Nelson Parraguez Riveros	Gerente Fútbol Formativo	Técnico en Fútbol
15.383.332-K	Sebastián Soria Guzmán	Gerente Comercial	Ingeniero Comercial
15.346.735-8	Rodrigo Veloso Contreras	Gerente de Operaciones	Ingeniero Comercial

Fuente: Elaboración propia en base a información registrada en la Memoria 2015 Cruzados

**3.2.3. Accionistas<sup>33</sup>**

Con fecha 31/12/2015 los mayores accionistas de Cruzados S.A son:

**Tabla 3.6**

Accionistas Cruzados S.A

Nombre	Nº de acciones suscritas	% de Propiedad
Credicorp Capital S.A Corredores de Bolsa	22.776.241	38,62%
Club Deportivo Universidad Católica de Chile	9.999.991	16,96%
Inversiones Santa Filomena Limitada	8.508.772	14,43%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A	2.413.302	4,09%
BanChile C de B S.A	2.207.413	3,74%
BtgPactual Chile S.A C de B	2.088.151	3,54%
Larraín Vial S.A Corredora de Bolsa	1.254.010	2,13%
Santander Corredores de Bolsa Limita	1.245.659	2,11%
Inversiones Lago Kami LTDA	1.102.961	1,87%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	1.051.026	1,78%

Fuente: Elaboración propia en base a información registrada en SVS

<sup>33</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Pública. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=5>

### **3.2.4. Precio Acción<sup>34</sup>**

El término del año 2015 no fue del todo bueno para el mercado accionario de cruzados ya que en las juntas extraordinarias de accionistas celebradas el 15 de julio y 21 de octubre, se acordó y aprobó un aumento considerable de capital, aumento que buscaba ampliar en M\$ 6.000 millones de pesos las reservas de la empresa, esto mediante la emisión de 35.087.720 acciones entre el 16 de noviembre al 15 de diciembre a un precio de suscripción de \$150 por acción. Pero dicha emisión no captó mayormente la atención de nuevos inversionistas provocando así que solo el 25,57% de las acciones emitidas fueran suscritas, destacando que la mayoría de los accionistas mayoritarios de la sociedad confirmaron su compromiso con el proyecto cruzado suscribiendo casi la totalidad de las acciones preferentes que disponían. Esto provocó que solo se colocaran 8.973.136 nuevas acciones dando un aumento de capital de \$1.345.970.400 millones de pesos, muy por debajo de lo planeado por Cruzados.

El fracaso de la emisión se produjo puesto que la primera etapa de opción preferente se llevó a cabo durante un complejo escenario en el fútbol chileno, la crisis de FIFA, Conmebol y ANFP incluyendo los hechos de violencia que marcaron el final de campeonato, además la pérdida del mismo en la última fecha provocaron que esta emisión no tuviera los resultados esperados.

Terminado el año 2015 las acciones de Cruzados S.A se transaron a \$160 por acción, valor que obtuvo una leve alza después del término de la primera etapa de suscripciones, pero aún se mantiene por debajo el promedio anual que es de \$176 por acción.

### **3.2.5. Precios históricos de las acciones.**

Las acciones de Cruzados salieron al mercado el 4/12/2009 a un valor de \$310 por acción, la especulación relacionada con la empresa provocó que el valor se incrementara en un 10% en la primera semana, luego del revuelo comenzó un leve decrecimiento hasta el 31/12/2009 en donde transaron en \$306 por acción.

---

<sup>34</sup> Información Extraída de: Bolsa de Santiago, Mercados, Acciones, Cruzados S.A, Resumen del Instrumento, Disponible en: <http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=CRUZADOS>

En el año 2010 y por el terremoto acaecido en nuestro país las acciones de Cruzados descendieron, esto desaceleró el mercado accionario. A lo largo del año las acciones se mantuvieron bordeando los \$250 hasta el mes de octubre donde llegaron hasta los \$196 por acción, esto debido a que Católica perdió un partido clave contra Colo-Colo puntero, alejándose a siete puntos restando siete fechas para el final del campeonato. Luego de ese partido Católica ganó todos los compromisos restantes, mientras Colo-Colo enredo puntos, provocando así que en la penúltima jornada Católica obtuviera la punta del Campeonato elevando sus acciones hasta los \$309 cada una. Luego las acciones se estabilizaron en \$218 cada una.

En el 2011 las acciones se mantuvieron fluctuando entre los \$200 a \$220 cada una, hasta la final de vuelta del campeonato de ese año donde Católica perdió el certamen, en un partido espeluznante por 4-1 ante la Universidad de Chile. Al lunes siguiente del compromiso las acciones descendieron un 11,5% transándose en \$195, meses más tarde después de un pésimo debut en tierras uruguayas por la primera fase de la copa sudamericana las acciones de Cruzados cayeron hasta los \$150 por acción. El 16 de noviembre Católica consiguió el campeonato de la Copa Chile 2011 ocasionando un aumento en las acciones hasta llegar a los \$237, para finalizar el año siendo eliminados en semifinales del campeonato de clausura por lo que las acciones cayeron y cerraron el año a \$185,5.

Luego de llegar a la semifinal de un torneo intencional y la venta de jugadores a equipos europeos en el 2012, las acciones de Cruzados presentaron una recuperación respecto al año anterior llegando a estar a \$230 por acción, pero la pérdida de la semifinal y no clasificar a la fase del torneo de clausura 2013 provocaron que se depreciara su valor finalizando el año en \$200 por acción.

La llegada a instancias finales y los buenos resultados del club en el 2013 elevaron el valor de las acciones a \$230 pesos, pero la pérdida de dos finales en el ámbito nacional volvió a colocar la tasación de estas en \$200 por acción.

A pesar que el primer semestre Católica fue protagonista del campeonato, el mercado accionario no presento alzas importantes, no obstante los malos resultados en el segundo semestre del año castigaron la valoración de las acciones cruzadas llegando a \$160, el despido del Técnico Julio Falcioni generó una mejora en los valores de las acciones cruzadas debido a que el mercado lo tomo como una señal de mejoramiento, para terminar el 2014 con un valor de \$180 por acción.

En el 2015 las acciones de cruzados tuvieron un crecimiento importante llegando \$220 luego de una serie de buenos resultados en el torneo local, resultados que no se pudieron mantener a lo largo del semestre provocando que toda la ganancia obtenida se perdiera meses más tarde. La junta de accionistas cruzados aprobó un plan de Aumento de Capital, en el que se fijó un valor base de \$150 por acción, dicho aumento no consiguió su objetivo principal que era la suscripción de 35.087.720 de nuevas acciones, cumpliendo en solo un 25,57% de la meta, terminando así el año con un valor de \$160 por acción.

Del análisis realizado a las acciones cruzadas podemos concluir que los resultados del mercado bursátil de cruzados van de la mano con logros del equipo. Cuando el equipo va bien y tiene un juego vistoso las acciones tienden al alza y viceversa, cuando el equipo anda mal las acciones se desploman. El análisis anterior fue realizado mediante la lectura y observación de los resultados obtenidos por el club y los valores de las acciones que se encuentran en la Bolsa de Santiago.

A continuación se presenta el comportamiento de los valores de las acciones en la siguiente gráfica:<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Información Extraída de: Bolsa de Santiago, Mercados, Acciones, Cruzados S.A, Resumen del Instrumento, Disponible en: <http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=CRUZADOS>



Figura 3.2: Comportamiento de las Acciones Cruzados S.A

Fuente Elaboración Propia

### 3.3. Universidad de Chile “Azul – Azul”

Azul – Azul S.A. fue constituida por escritura pública otorgada el 15 de mayo de 2007 ante la Notario Público de Santiago señora Nancy de la Fuente Hernández, cuyo extracto fue publicado en el Diario Oficial N°38.765 con fecha 17 de mayo de 2007, e inscrito en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago, a fojas 19.275, número 14.063 del mismo año<sup>36</sup>

#### 3.3.1. Identificación<sup>37</sup>

➤ Rut	:	76.838.140 - 2
➤ Razón Social	:	Azul – Azul S.A.
➤ Numero de Inscripción	:	948
➤ Fecha de Inscripción	:	08/06/2007
➤ Teléfono	:	2 8999900
➤ Fax	:	2 8999999
➤ Domicilio	:	Av. El Parrón 0939, La Cisterna, Santiago.
➤ Región	:	Metropolitana.
➤ Sitio Web	:	www.udechile.cl
➤ Correo Electrónico	:	info@udechile.cl
➤ Número de Acciones <sup>38</sup>	:	36.520.030
➤ Precio Acción (31/12/2015)	:	\$ 849.-

<sup>36</sup> Información extraída de: Memoria 2015 Azul – Azul S.A; Disponible en la Página Web de la SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica, Enlace: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76838140&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=32>

<sup>37</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76838140&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=1>

<sup>38</sup> Información extraída de: Memoria 2015 Azul – Azul S.A; Disponible en la Página Web de la SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica, Enlace: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76838140&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=32>

### 3.3.2. Directorio Y Administración

#### 3.3.2.1. Directorio<sup>39</sup>

Con fecha 31/12/2015 el Directorio de Azul – Azul S.A se encuentra constituido por:

**Tabla 3.7**

Directorio de Azul – Azul S.A

Rut	Nombre	Cargo	Fecha de Nombramiento
8.717.000-4	Carlos Alberto Heller Solari	Presidente	15/04/2015
6.061.287-0	Mario Conca Rosende	Vicepresidente	15/04/2015
2.592.188-7	Andres Weintraub Pohorille	Director	15/04/2015
4.771.567-9	Peter Hiller Hirschcron	Director	15/04/2015
5.271.975-5	Alberto Quintano Raplh	Director	15/04/2015
5.279.960-0	Daniel Schapira Eskenazi	Director	15/04/2015
5.946.299-7	Roberto Nahum Anuch	Director	15/04/2015
6.179.689-4	Gonzalo Rojas Vildosola	Director	15/04/2015
7.464.033-8	Jose Luis Navarrete Medina	Director	15/04/2015
17.082.751-1	Pedro Agustín Heller Ancarola	Director	15/04/2015
15.312.269-5	Eduardo Schapira Peters	Director	15/04/2015

Fuente: Elaboración propia en base a la información registrada en SVS

#### 3.3.2.2. Administración<sup>40</sup>

Con fecha 31/12/2015 la administración de Azul – Azul S.A se encuentra constituida por:

<sup>39</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76838140&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=46>

<sup>40</sup> Información extraída de: Memoria 2015 Azul – Azul S.A; Disponible en la Página Web de la SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Publica, Enlace: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76838140&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=32>

**Tabla 3.8**

Administración de Azul – Azul S.A

Rut	Nombre	Cargo	Carrera
15.636.866-0	Eduardo Álamos Aguirre	Gerente General	Ingeniería Comercial
13.829.990-2	Andrés Lagos Gana	Gerente Deportivo	Ingeniería Comercial
13.436.311-8	Sebastián Iturriaga Ortúzar	Gerente Comercial	Ingeniería Comercial
12.487.549-8	Carlos Videla Abelli	Gerente de Comunicaciones	Periodista
11.948.025-6	José Pablo Olate Ramirez	Gerente Proyecto Estadio	Arquitecto

Fuente: Elaboración propia en base a la información registrada en Memoria 2015 de Azul – Azul

**3.3.3. Accionistas<sup>41</sup>**

Con fecha 31/12/2015 los 10 mayores accionistas de Azul – Azul S.A son:

**Tabla 3.9**

Accionistas de Azul – Azul S.A

Nombre	Nº de acciones suscritas	% de Propiedad
Sociedad de Inversiones Alpes Ltda.	18.777.062	51,41%
Inmobiliaria DSE Ltda.	7.612.844	20,85%
Fidelitas Entertainment SPA	3.616.844	9,90%
Asesorías e Inversiones Sangiovese Ltda.	2.710.169	7,42%
Inversiones SW Ltda.	522.124	1,42%
Larraín Vial S.A Corredora de Bolsa	485.703	1,33%
Banchile Corredora de Bolsa S.A	381.330	1,04%
BancoEstado S.A Corredora de Bolsa	216.577	0,59%
Santander Corredores de Bolsa Ltda.	197.052	0,53%
Euroamerica Corredora de Bolsa S.A	190.626	0,52%

Fuente: Elaboración propia en base a la información registrada en SVS

<sup>41</sup> Información Extraída de: Pagina Web SVS, Inicio, Mercado de Valores, Entidades Fiscalizadas, Emisión de valores de Oferta Pública. Disponible en: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVE MI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=5>

### **3.3.4. Precio Acción<sup>42</sup>**

Las acciones de Azul – Azul cerraron el año 2015 a un valor de \$849 por acción, precio que se encuentra por debajo del promedio anual de \$941,6, a la vez es un resultado positivo puesto que el equipo registro una paupérrima campaña en donde se ubicaron en la undécima ubicación del campeonato, solamente obteniendo 4 victorias en el transcurso del mismo. Esta mala campaña castigó el valor de sus acciones llegando al punto más bajo en 4 años, valorándose a \$694,99 por acción, además en esa fecha estalló la crisis en el futbol internacional donde se descubrieron hechos de corrupción que provoco una baja en los valores de las acciones de empresas relacionadas en este ámbito, sin embargo la obtención de la Copa Chile frente a Colo-Colo logró repercutir en el valor de acción terminado en una alza de más de \$145 por acción.

Azul – Azul es la única S.A.D.P que cerro “positivamente” el año, si bien el valor de las acciones es uno de los más bajos, la curva nos muestra el comienzo de un alza. Además mencionar que se cerró la contratación de un nuevo técnico para el club del cual se esperan grandes resultados en el equipo.

### **3.3.5. Precios históricos de las acciones.**

Las acciones de Azul – Azul se transaron por primera vez el 18/11/2008 a un valor de \$480 por acción, valor que descendió fuertemente en los días posteriores llegando hasta los \$405 cada una, pero al término del año los valores aumentaron y cerraron el 2008 con un valor de \$460 por acción.

Luego de un buen comienzo de año, el 2009 culminó con la obtención del campeonato manteniendo el valor de sus acciones alrededor de los \$460, lo que no se pudo repetir al siguiente semestre en donde el club quedo en la décima posición sin acceso a los Play-Offs, provocando una caída en las acciones que cerraron en \$401 cada una.

---

<sup>42</sup> Información Extraída de: Bolsa de Santiago, Mercados, Acciones, Azul Azul, Resumen del Instrumento, Disponible en: <http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=AZUL%20AZUL>.

El año 2010 Universidad de Chile se instaló en la semifinal de la Copa Libertadores, luego de empatar a 1-1 en México mostrando un gran juego, las acciones se elevaron hasta los \$564 cada una en la semana previa a la definición de la llave en donde perdió por 2-0 de local, provocando un desplome de más del 12,5% en el valor de sus acciones. Resultado que empeoró la pérdida de lugares de avanzada en el torneo nacional y la eliminación en la primera fase de la Copa Sudamericana.

El 2011 ha sido el mejor año para universidad de Chile ganando los tres campeonatos más importantes de ese año dos campeonatos nacionales y la Copa Sudamericana. Esto provocó que las acciones de Azul-Azul tuvieran un crecimiento exponencial llegando a quituplicar el valor de estas con respecto a comienzo de año. El 03/01/2011 se transaron a \$430 cada una, el crecimiento comenzó con la obtención del torneo de apertura en una definición electrizante dejando las acciones en \$480 permitiendo de esta forma disputar un cupo para la Copa Sudamericana de ese año, luego de la definición y obtención del cupo las acciones se elevaron hasta los \$740 dos semanas después al abrochar la clasificación a la segunda ronda de la copa las acciones subieron a \$770, buenos resultados en el campeonato nacional y el paso a los octavos de final de la Copa Sudamericana provocaron que las acciones se elevaran a \$1308 cada una. El miércoles 19/10/2011 las acciones estaban \$940 cada una, esa misma noche era el duelo de ida por los octavos frente a Flamengo en Brasil, en una noche brillante la U venció por 4-0, al día siguiente las acciones subieron un 29% y el viernes crecieron un 69% con respecto al día anterior llegando a los \$2055 por acción. Pasado el fin de semana y luego de un buen resultado en torneo local las acciones abrieron con un alza hasta los \$2400, al día siguiente las acciones alcanzaron un valor máximo de \$2950, cerrando el día en \$2418. Los valores sobre los \$2000 pesos se mantuvieron hasta la obtención de la Copa Sudamericana el 16/12/2011, luego de eso los valores bajaron cerrando el año en \$1100 pesos por acción.

Después del éxito obtenido y la venta de jugadores el precio de las acciones cayó hasta los \$720, pero no se mantuvo mucho tiempo en ese valor puesto que Universidad de Chile volvió a presentar excelentes resultados en el ámbito nacional y en la Copa Libertadores, elevando el precio por sobre los \$1300 a fines de febrero. Ya en abril las acciones se volvían a cotizar sobre los \$1800 esto se debe a que la “U” clasificó primera en su grupo en la Copa Libertadores. En la definición de los octavos de final la U venció a deportivo Quito haciendo que sus acciones alcanzaran los \$2000 por acción, logrando un empate en Paraguay por los cuartos de final y a días de definir el paso a la semifinal del campeonato las acciones alcanzaron los \$2749 cada una. La expectativa del partido por semifinales de la copa mantuvieron las acciones bordeando los \$2300.

Tras la eliminación de la Copa Libertadores luego de la derrota en Argentina 2-0 frente a Boca Juniors y el empate en Santiago el valor de las acciones se desplomó hasta los \$1393, pero tres días después la victoria y clasificación a la final del campeonato de apertura de ese año hicieron que las acciones se cotizaran sobre los \$1800, la obtención del campeonato nacional permitió que las acciones de Azul-Azul no bajaran de los \$1500 hasta principios de septiembre donde la eliminación de la Copa Sudamericana y del campeonato nacional provocaron que las acciones cerraran el año en \$1200.

En el 2013 los resultados deportivos fueron más moderados pero igualmente siendo protagonistas de los campeonatos nacionales, a su vez las acciones se mantuvieron fluctuando entre los \$1200 a los \$1500 debido a los resultados del equipo.

Malos resultados deportivos en el 2014 marcaron el primer semestre ocasionando una disminución en el valor de las acciones las que fluctuaron entre los \$1000 a \$1200, ya en el segundo semestre las acciones volvieron a aumentar su valor por los resultados del equipo que a la postre se coronaría campeón. Terminando el año con un valor de \$1160 por acción.

El año pasado las acciones tendieron a la baja llegando a los \$649 por acción debido a los pésimos resultados del equipo en el ámbito nacional y los hechos de corrupción. No obstante la obtención de la Copa Chile frente a Colo-Colo permitió una mejora en las acciones cerrando el año en \$849 cada una.

Luego de la descripción del comportamiento accionario de Azul-Azul podemos decir que esta es la única sociedad que mantiene el precio de sus acciones por sobre el valor de lanzamiento en el mercado desde su inicio en la bolsa, y esto debido a los resultados obtenidos por el club durante la administración de la concesionaria.



Figura 3.3: Comportamiento de las Acciones Azul – Azul S.A.

Fuente: Elaboración Propia

## **CAPÍTULO 4**

### **ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS SOCIEDADES**

Ya conociendo como están administradas las sociedades anónimas que se valoraran en esta memoria, es necesario saber cómo están financieramente, para eso se tomaran los balances, estados de resultados, ingresos y toda la información financiera que esté disponible en la Superintendencia de Valores y memorias de las sociedades, esto con el fin de realizar un análisis financiero, ver tasa de crecimiento, comportamiento de sus ingresos y evolución de sus cuentas.

Dentro de este capítulo se realizara un análisis vertical de las cuentas del balance y estados resultados, esto para identificar qué partidas tienen mayor importancia en los resultados de la empresa. También se realizará un análisis horizontal con la finalidad de ver el comportamiento año a año de las cuentas, su crecimiento o decrecimiento, esto se hará para estimar una tasa de crecimiento de las sociedad, puesto que es necesario saber cuáles son números de crecimiento históricos a la hora de realizar un proyección de ingresos con el objetivo de no caer en una sobreestimación o una subestimación de los resultados de las sociedades. Y por último calcular los ratios y el rendimiento de las sociedades.

#### 4.1. Colo-Colo, “Blanco y Negro”

Para el análisis financiero de Blanco y Negro se ocuparan las memorias que la empresa entrega a la Superintendencia de Valores y Seguros, los periodos a analizar serán del 2009 a 2015, para obtener información histórica de la empresa y tener una visión más amplia del comportamiento de las cuentas.

El balance estará en los anexos de este informe, ya que dentro de esta capitulo solo se hará el análisis de los ratios y se mostrara los resultados obtenidos de este. Mientras que en el caso del estado de resultado es necesario mostrar la información a continuación:

**Tabla 4.1**

Estado de Resultado Blanco y Negro S.A.

Estados de Resultado	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
Ingresos Netos	11.625.422	6.686.556	14.292.544	8.009.829	9.298.194	15.913.301	14.916.615
Costo de Ventas	7.990.897	7.953.110	11.744.344	8.047.125	8.728.553	11.072.733	12.861.674
Ganancia Bruta	3.634.525	-1.266.554	2.548.200	-37.296	570.361	4.840.568	2.054.941
Otras Ganancias (pérdidas)	489.569	100.593	126.125	13.323	0	100.000	1.224.769
Gastos Administrativos	-2.009.373	-2.380.641	-2.843.843	-2.638.132	-3.130.102	-4.133.504	-4.521.466
Otros Gastos, por Función	-122.862	-381.130	-308.140	-238.907	-410.157	-539.737	-1.206.433
Ingresos Financieros	1.028.496	358.059	114.413	133.515	31.760	39.189	1.440
Diferencias de Cambio	-589.423	-486.676	-63.737	-451.452	-52.946	-522.465	-659.625
Ganancia o Pérdida Antes Impuesto	2.430.932	-4.056.349	-426.982	-3.218.949	-2.991.084	-215.949	-3.106.374
Gasto (ingreso) por Impuesto a las Ganancias	318.227	603.660	239.006	618.644	665.729	180.062	1.079.797
<b>Ganancia (Pérdida) de Actividades Después de Impuestos</b>	<b>2.749.159</b>	<b>-3.452.689</b>	<b>-187.976</b>	<b>-2.600.305</b>	<b>-2.325.355</b>	<b>-35.887</b>	<b>-2.026.577</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las Memorias de la Empresa

De lo anterior podemos deducir que los resultados obtenidos por la empresa son deficientes ya que han arrojado perdida los últimos 6 periodos, además tiene costos de venta y administrativos demasiados altos para los ingresos que son percibidos por la sociedad. Por otro lado la causa de estos resultados son las altas tasas de amortización de los jugadores y la depreciación.

#### 4.1.1. Análisis Vertical.

A continuación se realizara un análisis vertical de los Estados de Resultados con el fin conocer y verificar qué cuentas tienen mayor repercusión o merman mayormente las ganancias de la concesionarias.

Esta parte se realizara mediante una proporción simple de tres variables con las que se buscara encontrar el porcentaje de los ingresos que son ocupados por cada cuenta. La fórmula a ocupar es la siguiente:

$$\text{Análisis Vertical} = \left( \frac{\text{Cuentas}}{\text{Ingresos Netos}} \right) * 100|$$

Donde cuenta X será los Ingresos y cuenta Y serán las cuentas restantes del estado de resultado. Al aplicar esta fórmula en las casillas obtenemos.

**Tabla 4.2**

Análisis Vertical del Estado de Resultado Blanco y Negro S.A.

Vertical							
Estados de Resultado	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
Ingresos Netos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	68,74%	118,94%	82,17%	100,47%	93,87%	69,58%	86,22%
Ganancia Bruta	31,26%	-18,94%	17,83%	-0,47%	6,13%	30,42%	13,78%
Otras Ganancias (pérdidas)	4,21%	1,50%	0,88%	0,17%	0,00%	0,63%	8,21%
Gastos Administrativos	-17,28%	-35,60%	-19,90%	-32,94%	-33,66%	-25,98%	-30,31%
Otros Gastos, por Función	-1,06%	-5,70%	-2,16%	-2,98%	-4,41%	-3,39%	-8,09%
Ingresos Financieros	8,85%	5,35%	0,80%	1,67%	0,34%	0,25%	0,01%
Diferencias de Cambio	-5,07%	-7,28%	-0,45%	-5,64%	-0,57%	-3,28%	-4,42%
Ganancia o Pérdida Antes Impuesto	20,91%	-60,66%	-2,99%	-40,19%	-32,17%	-1,36%	-20,82%
Gasto (ingreso) por Impuesto a las Ganancias	2,74%	9,03%	1,67%	7,72%	7,16%	1,13%	7,24%
<b>Ganancia (Pérdida) de Actividades Después de Impuestos</b>	<b>23,65%</b>	<b>-51,64%</b>	<b>-1,32%</b>	<b>-32,46%</b>	<b>-25,01%</b>	<b>-0,23%</b>	<b>-13,59%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las Memorias de la Empresa

Las partidas más importantes del estado de resultado son:

- Costo de Venta: que en promedio es de 88,67%, porcentaje muy alto de los ingresos debido a que son los costos por naturaleza de las actividades realizadas por las sociedades. Este valor se ve afectado por la amortización de activos y de los pases de sus jugadores quienes representan un 37% de este costo.

- Costos de Administración: estos representan 27.98% de la explotación, este porcentaje es más estable que el anterior pero igual es un valor elevado, acá se incluyen la depreciación de los activos.
- Dentro del EE.RR tenemos las “Otras Ganancias (perdidas)” e “Ingresos Financieros”, juntos en promedio aumentan un 4,71% los ingresos, lo que amortigua un poco la pérdida que tiene la empresa pero son muy marginales con respecto a las otras cuentas.
- Y finalizamos con los Otros Gastos y Diferencias de tipo de cambio que empeoran el panorama de la empresa reduciendo en un 7,79% sus ingresos.

De esta forma Blanco y Negro presenta una “Ganancia o pérdida antes de impuesto” del -19,73% obteniendo un beneficio tributario por las pérdidas que inyecta ingresos al EERR dejando las pérdidas de la empresa en un 14,49% en promedio de los 7 periodos.

**4.1.2. Análisis Horizontal.**

En esta etapa se verá la evolución de las partidas contables con respecto al periodo pasado, para conocer el crecimiento o decrecimiento de estas a lo largo de los periodos de Blanco y Negro. Al realizar esto podremos ver el crecimiento total de la empresa.

La ecuación a ocupar es:

$$\Delta = \left( \left( \frac{\text{Saldo actual}}{\text{Saldo anterior}} \right) - 1 \right) * 100$$

**Tabla 4.3**

Análisis Horizontal del Estado de Resultado Blanco y Negro S.A.

<b>Horizontal</b>						
<b>Estados de Resultado</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
Ingresos Netos	-42,48%	113,75%	-43,96%	16,08%	71,14%	-6,26%
Costo de Ventas	-0,47%	47,67%	-31,48%	8,47%	26,86%	16,16%
Ganancia Bruta	-134,85%	-301,19%	-101,46%	-1629,28%	748,68%	-57,55%
Otras Ganancias (pérdidas)	-79,45%	25,38%	-89,44%	-100,00%		1124,77%
Gastos Administrativos	18,48%	19,46%	-7,23%	18,65%	32,06%	9,39%
Otros Gastos, por Función	210,21%	-19,15%	-22,47%	71,68%	31,59%	123,52%
Ingresos Financieros	-65,19%	-68,05%	16,70%	-76,21%	23,39%	-96,33%
Diferencias de Cambio	-17,43%	-86,90%	608,30%	-88,27%	886,79%	26,25%
Ganancia o Pérdida Antes Impuesto	-266,86%	-89,47%	653,88%	-7,08%	-92,78%	1338,48%
Gasto (ingreso) por Impuesto a las Ganancias	89,69%	-60,41%	158,84%	7,61%	-72,95%	499,68%
<b>Ganancia (Pérdida) de Actividades Después de Impuestos</b>	<b>-225,59%</b>	<b>-94,56%</b>	<b>1283,32%</b>	<b>-10,57%</b>	<b>-98,46%</b>	<b>5547,11%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las Memorias de la Empresa

Con la tabla anteriormente expuesta podemos comprobar que si bien los ingresos tienen un comportamiento cambiante, con fuertes altas y bajas, se traza un promedio de crecimiento del 18%, un porcentaje muy alta para cualquier tipo de empresa, pero que se refleja el comportamiento estacionario de estas sociedades donde hay semestres de éxito deportivos y otros donde no se rinde lo esperado, sensibilizando sus ingresos y cuentas del estado de resultado a los resultados deportivos que logra los clubes.

Si mantenemos el pensamiento anterior los costos de venta y gastos de administración son dependientes a los ingresos, es decir que si los ingresos aumentan los costos van a aumentar, un pensamiento lógico pero que permite comprender que las grandes variaciones son consecuencia al éxito o fracaso deportivo del club.

Podemos resumir esta etapa con que los ingresos aumentan un 18%, costos de ventas un 11,20% y los gastos administrativos un 15,13%, a pesar de las fuertes alzas o bajas de estas partidas.

#### **4.1.3. Razones Financieras**

Los balances de Colo-Colo se encuentran en los anexos de esta memoria, la información para realizar estos índices será extraída desde esos balances. Las formulas a ocupar se encuentra en el Capítulo 2 en la Parte 3, por lo que solo se presentara los resultados.

##### **4.1.3.1. Índice de Liquidez**

Liquidez Corriente:

<b>31-12-2009</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
5,87	4,01	4,97	3,47	2,55	1,75	0,99

Se puede apreciar como los activos han disminuido y los pasivos aumentado, provocando que actualmente Blanco y Negro tenga una menor solvencia con sus deudas de corto plazo, es decir la empresa tiene una baja capacidad para convertir sus activos u obtener caja para satisfacer su pasivo circulante.

##### **4.1.3.2. Índices de Endeudamiento**

- Razón Endeudamiento

<b>31-12-2009</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
31,83%	33,63%	34,65%	37,43%	46,60%	50,34%	52,52%

Podemos ver cómo ha traspasado el mando de los activos a los acreedores de Blanco y Negro, teniendo más del 50% de sus activos financiados con recursos de terceros.

- Razón Deuda Corto Plazo/ Deuda Total

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
11,96%	9,23%	10,27%	9,06%	9,96%	13,00%	15,58%

La proporción de los pasivos que vencen en corto plazo se mantiene estable durante los periodos. Es un porcentaje menor, lo que significa que el financiamiento realizado por la sociedad es a largo plazo.

- Razón Deuda Largo Plazo/ Deuda Total

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
88,04%	90,77%	89,73%	90,94%	90,04%	87,00%	84,42%

Es la misma proporción de arriba pero con la deuda de largo plazo. Ambos miden cómo es financiada la empresa, la suma de las dos hacen un 100%.

- Apalancamiento financiero

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
1,4682	1,5068	1,5302	1,5982	1,8727	2,0136	2,1063

Blanco y Negro ha reducido la participación de los recursos propios en la generación de nuevos activos, lo cual es riesgoso porque se aumentan sus costos financieros y su utilidad no es la mejor para solventar este tipo de deuda.

#### 4.1.3.3. Índices de Rentabilidad

Como se dijo en el Capítulo 2, se ocupa el Ebitda en el análisis del Roa y Roe, de esa forma excluir las pérdidas que han tenido las sociedades.

• Rentabilidad Activo

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
10,03%	0,33%	7,59%	3,25%	1,92%	8,04%	4,69%

Al aplicar el Ebitda en la formula cambia el signo del ratio y nos muestra que Blanco y Negro presenta una baja ganancia en relación con los recursos a su disposición, volviéndola una empresa muy intensiva en capital que necesita una fuerte reinversión para seguir generando beneficios. El ROA promedio de Blanco y Negro es del 5,21%

• Rentabilidad Patrimonio

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
14,73%	0,50%	11,61%	5,20%	3,59%	16,18%	9,89%

Este ratio se ve afectado por los malos resultados económicos que ha tenido Colo-Colo en el último tiempo donde sus últimos seis periodos ha arrojado perdida, esto resultados son deplorables y que provocan que las acciones de la empresa caigan, ya que el roe es inferior al 10% ocasionando que sea una empresa con bajo crecimiento y poco atractiva para nuevos inversionistas.

• Margen de Utilidad

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
30,85%	-18,94%	17,83%	-0,47%	6,13%	30,16%	13,78%

Como lo dijimos en el análisis vertical Blanco y Negro tiene un problema de costos, manteniéndolos en niveles demasiado altos para los ingresos que tienen, dejando poco margen para las demás partidas.

Este análisis nos demuestra la razón de que las acciones de Blanco y Negro han decrecido en el último tiempo, debido al mal manejo financiero y a los malos resultados del equipo hacen que el mercado castigue el valor de sus papeles. Este mal manejo se ve reflejado en los ratios de rendimiento.

#### 4.2. Universidad Católica “Cruzados S.A”

El análisis financiero de Cruzados se realizará en base a las memorias de la empresa, las cuales están disponibles en la página de la Superintendencia de Valores y Seguros, los periodos a analizar serán del 2010 a 2015, un año menos que Blanco y Negro, puesto que Cruzados comenzó su funcionamiento a finales del 2009 por lo que sus balances y estados de resultados se basan en dos meses de funcionamiento tiempo que es insuficiente para realizar un análisis.

El balance al igual que Blanco y Negro estará en los anexos de este informe, ya que dentro de esta capítulo solo se hará el análisis de los ratios y se mostrara los resultados obtenidos de este mientras que en el caso del estado de resultado es necesario mostrar la información:

**Tabla 4.4**

Estado de Resultado Cruzados S.A.

Estados de Resultado	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
Ingresos netos	3.472.347	9.585.424	7.450.809	9.097.471	9.360.273	9.666.636
Costo de Ventas	6.152.936	9.273.403	6.916.141	7.670.454	7.641.258	9.593.046
Ganancia Bruta	-2.680.589	312.021	534.668	1.427.017	1.719.015	73.590
Otros Ingresos por función	5.219	222.815	30.426	51.839	53.637	603.272
Gastos administrativos	-785.054	-993.215	-1.372.460	-1.188.720	-1.385.292	-1.387.944
Otros Gastos	-175.722	-241.708	-328.412	-346.648	-288.444	-436.812
Ingresos Financieros	21.004	21.054	30.389	34.977	54.312	9.630
Costo de Financiero	-1.088	-4.953	-4.873	-4.573	-6.895	-7.572
Diferencias de Cambio	22.635	145.071	-91.486	83.629	104.311	41.897
Ganancia o pérdida antes impuesto	-3.593.595	-538.915	-1.201.748	57.521	250.644	-1.103.939
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias	747.846	195.273	459.734	163.095	-178.892	622.014
Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos	-2.845.749	-343.642	-742.014	220.616	71.752	-481.925

Fuente: Elaboración Propio en base a la información de las Memorias de la Empresa

Del Estado de Resultado anterior podemos ver que Cruzados al igual que Blanco y Negro arroja pérdida en la mayoría de los periodos, pero estas no son tan elevadas. Los porcentajes de costos son altos, lo que merma los ingresos de la empresa, en específico los costos de ventas que cuando sobrepasan el 85% de los ingresos, la empresa arroja perdida. Para esto es necesario realizar un análisis vertical del estado de resultado.

#### 4.2.1. Análisis Vertical.

Al aplicarlo en Cruzados obtendremos el porcentaje de importancia de las partidas del Estado de Resultado y de este modo conocer cuáles son las que reducen o aumentan los ingresos de la empresa. Para las conclusiones y estimaciones no se tomara en cuenta el primer periodo 2010, debido a que este dista enormemente de los resultados obtenidos por la empresa en los periodos siguientes y si se tomara se podría subestimar los resultados de la empresa y no sería coherente el análisis. Para corroborar esto se puede ver como la “Ganancia (Pérdida) de Actividades Después de Impuestos” del periodo 2010 arroja una pérdida de -81,95% de los ingresos, lo que eleva el promedio a un -16,22%, porcentaje que varía mucho del - 3,07% de los 5 periodos posteriores.

Este paso se realizara mediante una proporción simple de 3 variables, con la que se buscara cual es el porcentaje de los ingresos que son ocupados por cada partida. La fórmula a ocupar será:

$$\text{Análisis Vertical} = \left( \frac{\text{Cuentas}}{\text{Ingresos Netos}} \right) * 100|$$

Donde Cuenta X será los Ingresos y Cuenta Y serán las cuentas restantes del estado de resultado. Al aplicar esta fórmula en las casillas obtenemos.

**Tabla 4.5**

Análisis Vertical del Estado de Resultado Cruzados S.A.

Vertical	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
Estados de Resultado						
Ingresos netos	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	177,20%	96,74%	92,82%	84,31%	81,63%	99,24%
Ganancia Bruta	-77,20%	3,26%	7,18%	15,69%	18,37%	0,76%
Otros Ingresos por función	0,15%	2,32%	0,41%	0,57%	0,57%	6,24%
Gastos administrativos	-22,61%	-10,36%	-18,42%	-13,07%	-14,80%	-14,36%
Otros Gastos	-5,06%	-2,52%	-4,41%	-3,81%	-3,08%	-4,52%
Ingresos Financieros	0,60%	0,22%	0,41%	0,38%	0,58%	0,10%
Costo de Financiero	-0,03%	-0,05%	-0,07%	-0,05%	-0,07%	-0,08%
Diferencias de Cambio	0,65%	1,51%	-1,23%	0,92%	1,11%	0,43%
Ganancia o pérdida antes impuesto	-103,49%	-5,62%	-16,13%	0,63%	2,68%	-11,42%
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias	21,54%	2,04%	6,17%	1,79%	-1,91%	6,43%
Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos	-81,95%	-3,59%	-9,96%	2,43%	0,77%	-4,99%

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las Memorias de la Empresa

Las partidas más importantes son:

- Costo de Venta: sin contar con el primer año donde el porcentaje se ha disparado muy por sobre de la media, los costos bordean un 90% de los ingresos naturales de esta empresa, porcentaje alto que incluye la amortización de los jugadores y provoca pérdidas en los periodos. En el cálculo se puede apreciar que cuando Cruzados mantiene un costo de venta por bajo el 85% se produce una ganancia en el periodo.
- Gastos Administrativos: en los últimos tres periodos se han mantenido dentro del 14% de los ingresos de la empresa, pero este valor aumenta si lo llevamos al promedio de los 5 periodos de la sociedad que es 14,40%.
- Las partidas “Otros Gastos” y los “Costos Financieros” mantienen un promedio del 3,73% de la explotación de la sociedad, valor que no provoca mayor impacto debido que los “Otros Ingresos Por Función”, “Ingresos Financiero” y “Diferencia de Cambio” dan un valor que bordea los 2,91% a favor de los ingresos, obteniendo así un promedio de “Ganancia o pérdida antes de impuestos” de -5,97%, valor que le permite recibir un beneficio tributario para disminuir esta cifra quedando en una “Pérdida de actividades después de impuestos” del -3,07%, de los ingresos, cifra que puede ser mejorable.

#### 4.2.2. Análisis Horizontal.

Este análisis se realizara para conocer el crecimiento o decrecimiento de las partidas a lo largo de los periodos de Cruzados. Al realizar esto podremos ver el crecimiento total de la empresa.

Al igual que en el análisis anterior no se incluirá el periodo 2010 en las conclusiones y estimaciones de este punto, puesto que si se agregara los valores sufrirían alteraciones que afectarían en la proyección del próximo capítulo.

La ecuación a ocupar es:

$$\Delta = \left( \left( \frac{\text{Saldo actual}}{\text{Saldo anterior}} \right) - 1 \right) * 100$$

Al aplicar la ecuación en las partidas del estado de resultado obtenemos:

**Tabla 4.6**

Análisis Horizontal del Estado de Resultado Cruzados S.A.

Horizontal					
Estados de Resultado	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
Ingresos netos	176,05%	-22,27%	22,10%	2,89%	3,27%
Costo de Ventas	50,72%	-25,42%	10,91%	-0,38%	25,54%
Ganancia Bruta	-111,64%	71,36%	166,90%	20,46%	-95,72%
Otros Ingresos por función	4169,30%	-86,34%	70,38%		1024,73%
Gastos administrativos	26,52%	38,18%	-13,39%	16,54%	0,19%
Otros Gastos	37,55%	35,87%	5,55%	-16,79%	51,44%
Ingresos Financieros	0,24%	44,34%	15,10%	55,28%	-82,27%
Costo de Financiero	355,24%	-1,62%	-6,16%	50,78%	9,82%
Diferencias de Cambio	540,91%	-163,06%	-191,41%	24,73%	-59,83%
Ganancia o pérdida antes impuesto	-85,00%	122,99%	-104,79%	335,74%	-540,44%
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias	-73,89%	135,43%	-64,52%	-209,69%	-447,70%
Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos	-87,92%	115,93%	-129,73%	-67,48%	-771,65%

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las Memorias de la Empresa

De lo anterior podemos ver que los ingresos tienen un crecimiento promedio del 1,5%, este es bajo pero positivo a pesar de las variaciones que mantiene el club a lo largo de los periodos. Este valor cambia si le agregamos el valor del 2010 aumentando a un 36,41%, lo que es un comportamiento imposible de alcanzar para cualquier empresa, debido a esto se excluye este periodo en el análisis.

El “Costo de Venta” mantiene un crecimiento bajo del 3%, mientras que los “Gastos Administrativos” crecen a un 10,38%.

Podemos resumir que en esta etapa los ingresos aumentan un 1,5%, costos de ventas un 3% y los gastos administrativos un 10,38%. Crecimientos que se apegan más a la realidad financiera de la empresa.

#### **4.2.3. Razones Financieras**

Los balances de Cruzados están disponibles en los anexos de este informe, la información para realizar estos índices será extraída de esos anexos. Las formulas a ocupar se encuentran en el Capítulo 2 en la Parte 3, por lo que solo se presentaran los resultados.

##### **4.2.3.1. Índice de Liquidez**

- Liquidez Corriente:

<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
3,6685	2,9899	1,3237	2,1718	1,6411	1,3544

Se puede apreciar como los activos han perdido terreno contra los pasivos, provocando que actualmente no tenga problemas de activos ociosos a su disposición, además de presentar una buena solvencia financiera de corto plazo.

##### **4.2.3.2. Índices de Endeudamiento**

- Razón Endeudamiento

<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
3,09%	7,70%	12,26%	13,93%	15,27%	21,90%

La participación de los acreedores en la sociedad es baja pero esta presentado una fuerte alza a medida que pasan los periodos.

- Razón Deuda Corto Plazo/ Deuda Total

31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
99,19%	96,30%	100,00%	88,17%	89,72%	94,63%

Es la proporción de los pasivos que vencen en corto plazo, esta se mantiene estable durante los periodos. Es el porcentaje significativo de las obligaciones con terceros pero la sociedad no corre riesgo ya que mantiene una buena solvencia frente a este tipo de deuda.

- Razón Deuda Largo Plazo/ Deuda Total

31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
0,81%	3,70%	0,00%	11,83%	10,28%	5,37%

Es el complemento de la razón anterior pero con deuda de largo plazo, ambos miden cómo es financiada la empresa y la suma de las dos hacen un 100%.

- Apalancamiento financiero

31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
1,0319	1,0834	1,1397	1,1619	1,1802	1,2804

Como se mostro en la razón de endeudamiento la participación de recursos propios en la generación de activos ha disminuido en los últimos periodos, lo que se ve reflejado en este ratio donde los recursos propios siguen siendo la principal fuente de generación pero han cedido espacio a los recursos de terceros.

### 4.2.3.3. Índices de Rentabilidad

- Rentabilidad Activo

31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
-11,97%	21,54%	2,76%	16,37%	11,91%	7,40%

Cruzados mantiene un ROA del 8% en promedio, porcentaje mayor que Blanco y Negro, aun así esto vuelve a los Cruzados una empresa con bajas ganancias con respecto a los activos a su disposición e intensiva en capital.

- Rentabilidad Patrimonio

<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
-12,44%	22,22%	2,99%	18,66%	13,84%	8,73%

Al igual que Blanco y Negro, este ratio se ve afectado por los malos resultados financieros del último tiempo. El ROE promedio de Cruzados es de 9%, porcentaje superior a Blanco y Negro pero inferior a lo requerido por nuevos inversionistas, lo que provoca que sus acciones no sean llamativas debido a su bajo crecimiento.

- Margen de Utilidad

<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
-77,20%	3,26%	7,18%	15,69%	18,37%	0,76%

El margen de Cruzados es bajo, en promedio un 9%, porcentaje que no permite saldar la totalidad de las partidas del estado de resultado. Lo ideal según hemos visto en este análisis Cruzados debería mantener este margen sobre el 15%.

Este análisis nos indica por qué el proyecto cruzado de emisión accionaria no captó la atención de nuevos inversionistas. El resultado de los ratios de rentabilidad nos demuestra que al igual que Blanco y Negro, Cruzados tiene un problema de administración porque se inyecta capital pero no se ve reflejado en los ingresos de la empresa. Debido al mal manejo financiero y a los malos resultados del club el mercado castiga el valor de las acciones.

### 4.3. Universidad de Chile “Azul – Azul”

Es la sociedad que ha tenido los mejores resultados en este último tiempo con periodos de éxito deportivo que entregaron buenos resultados financieros y otros de fracasos que llevaron a la sociedad a números negativos.

Al aplicar el análisis en esta empresa obtendremos información vital ya que incluirá las posibilidades extremistas en cuanto a resultados deportivos pueda tener el club, esto nos dará cifras más realistas para la proyección y calcularemos el promedio de las partidas en el mejor momento del club y en el peor, obteniendo una media que incluya estas dos posibilidades. Esta etapa se desarrollara en base a las memorias de Azul – Azul que se encuentran disponibles en la página de la Superintendencia de Valores y Seguros, el análisis se realizara de los periodos 2009 al 2015 donde tendremos una visión completa de la evolución del club y de cómo cambian sus estados financieros.

Los balances se encontrarán en los anexos de este informe y se utilizarán para el análisis en base a las razones financieras, por otra parte el estado de resultado se ocupara para realizar el análisis vertical y horizontal. Los estados de resultados son los siguientes:

**Tabla 4.7**

Estado de Resultado Azul–Azul S.A.

Estados de Resultado	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
Ingresos netos	7.054.978	10.670.068	13.085.550	26.118.436	15.427.641	14.863.823	13.669.430
Costo de Ventas	6.060.795	8.222.893	9.976.837	16.794.365	12.406.785	14.345.339	14.039.653
Ganancia Bruta	994.183	2.447.175	3.108.713	9.324.071	3.020.856	518.484	-370.223
Gastos administrativos	-1.719.577	-1.864.623	-2.702.374	-3.576.420	-2.790.763	-3.177.103	-3.072.017
Otras Ganancias (pérdidas)	0	0	0	0	-6.939	1.192	0
Ingresos Financieros	165.919	38.793	13.151	81.187	103.291	67.159	37.125
Costo de Financiero	-163.899	-176.623	-159.540	-147.103	-162.523	-122.530	-125.475
Resultados por unidades de reajuste	363.453	-382.042	-27.516	-348.558	41.212	-110.864	-30.926
Ganancia o pérdida antes impuesto	-359.921	62.680	232.434	5.333.177	205.134	-2.823.662	-3.561.516
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias	103.885	-14.174	-160.800	-1.051.690	-80.761	1.147.646	1.383.742
<b>Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos</b>	<b>-256.036</b>	<b>48.506</b>	<b>71.634</b>	<b>4.281.487</b>	<b>124.373</b>	<b>-1.676.016</b>	<b>-2.177.774</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

En el estado de resultado anterior se puede apreciar cómo influyen los resultados futbolísticos del club en las ganancias de la empresa, el 2012 Azul-Azul duplico sus ingresos con respecto al año anterior y se debe a la venta de jugadores incrementada en un 435% con respecto al 2011. Se puede concluir que las grandes variaciones de los ingresos de Azul-Azul y de las demás sociedades se deben a la venta de jugadores, además en el 2014 y 2015 arrojan pérdidas por los malos resultados deportivos.

#### 4.3.1. Análisis Vertical.

La finalidad de este análisis es obtener el grado de importancia de las partidas en el estado de resultado, también explica mejor el comportamiento de la sociedad en comparación con el análisis horizontal que se hace difícil de aplicar por las variaciones que tuvo Azul – Azul con el paso de los periodos.

Esta etapa se realizara mediante una proporción simple de tres variables, con las que se buscará el porcentaje de los ingresos que son ocupados por cada cuenta. La fórmula a ocupar es:

$$\text{Análisis Vertical} = \left( \frac{\text{Cuentas}}{\text{Ingresos Netos}} \right) * 100|$$

Donde cuenta X serán los Ingresos y cuenta Y serán las cuentas restantes del estado de resultado. Al aplicar esta fórmula en las casillas obtenemos:

**Tabla 4.8**

Análisis Vertical del Estado de Resultado Azul – Azul S.A.

Vertical	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
<b>Estados de Resultado</b>							
Ingresos netos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	85,91%	77,07%	76,24%	64,30%	80,42%	96,51%	102,71%
Ganancia Bruta	14,09%	22,93%	23,76%	35,70%	19,58%	3,49%	-2,71%
Gastos administrativos	-24,37%	-17,48%	-20,65%	-13,69%	-18,09%	-21,37%	-22,47%
Otras Ganancias (pérdidas)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,04%	0,01%	0,00%
Ingresos Financieros	2,35%	0,36%	0,10%	0,31%	0,67%	0,45%	0,27%
Costo de Financiero	-2,32%	-1,66%	-1,22%	-0,56%	-1,05%	-0,82%	-0,92%
Resultados por unidades de reajuste	5,15%	-3,58%	-0,21%	-1,33%	0,27%	-0,75%	-0,23%
Ganancia o pérdida antes impuesto	-5,10%	0,59%	1,78%	20,42%	1,33%	-19,00%	-26,05%
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias	1,47%	-0,13%	-1,23%	-4,03%	-0,52%	7,72%	10,12%
<b>Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos</b>	<b>-3,63%</b>	<b>0,45%</b>	<b>0,55%</b>	<b>16,39%</b>	<b>0,81%</b>	<b>-11,28%</b>	<b>-15,93%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

Las partidas más importantes del estado de resultado son:

- El “Costo de Venta” que en promedio es de 83,31%, porcentaje inferior a las demás sociedades y que incluye la amortización de los jugadores. Llama la atención que este porcentaje aumento considerablemente en los últimos dos periodos donde se elevaron muy por encima de la media.
- Los “Costos de Administración” representan 19,73% de la explotación, porcentaje más estable que el anterior pero elevado.
- Las partidas restantes no presentan mayor protagonismo en el estado de resultado, dentro de éstas tenemos los “Ingresos Financiero” que en promedio aumentan un 0,65% de los ingresos, mientras que los “Costos Financieros”, “Otras Ganancias (pérdida)” y los “Resultados por Unidad de Reajustes” tienen un promedio de -1,32% de los ingresos. Al sumar estas partidas Azul-Azul tiene una disminución del -0,68% de sus ingresos por estos conceptos, porcentaje inferior a las demás partidas.

De esta forma Azul-Azul presenta una “Ganancia o Pérdida antes de Impuesto” del -3,72% donde obtiene un beneficio tributario por las pérdidas, estas inyectan recursos al EERR dejando la “Ganancia o Pérdida de actividades después de Impuestos” en -2,67% de los ingresos.

Según los resultados anteriormente mostrados las sociedades anónimas son empresas muy riesgosas y susceptibles a los cambios debido a que los resultados de éstas pueden variar mucho de un año al otro lo que dificulta obtener un crecimiento estable en sus ingresos. Esto se puede apreciar en Azul – Azul, ellos decidieron traer refuerzos importantes al club en los periodos 2014 – 2015, aumentando de esta manera sus costos de ventas por las altas remuneraciones de los jugadores, a pesar de esto el club no tuvo el rendimiento esperando ocasionando que los ingresos del club no fueran lo suficiente para cubrir los costos de venta.

#### 4.3.2. Análisis Horizontal.

Realizaremos este análisis para conocer el crecimiento o decrecimiento de las partidas a lo largo de los periodos de Azul – Azul y podremos ver el crecimiento total de la empresa.

La aplicación de este análisis será más complicada que el anterior debido a las fuertes alzas y bajas en las partidas, lo que produce que no exista una armonía en el crecimiento. La ecuación a ocupar es:

$$\Delta = \left( \left( \frac{\text{Saldo actual}}{\text{Saldo anterior}} \right) - 1 \right) * 100$$

Al aplicar la ecuación en las partidas del estado de resultado obtenemos:

**Tabla 4.9**

Análisis Horizontal del Estado de Resultado Azul – Azul S.A.

Horizontal						
Estados de Resultado	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
Ingresos netos	51,24%	22,64%	99,60%	-40,93%	-3,65%	-8,04%
Costo de Ventas	35,67%	21,33%	68,33%	-26,13%	15,62%	-2,13%
Ganancia Bruta	146,15%	27,03%	199,93%	-67,60%	-82,84%	-171,40%
Gastos administrativos	8,43%	44,93%	32,34%	-21,97%	13,84%	-3,31%
Otras Ganancias (pérdidas)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-117,18%	-100,00%
Ingresos Financieros	-76,62%	-66,10%	517,34%	27,23%	-34,98%	-44,72%
Costo de Financiero	7,76%	-9,67%	-7,80%	10,48%	-24,61%	2,40%
Resultados por unidades de reajuste	-205,11%	-92,80%	1166,75%	-111,82%	-369,01%	-72,10%
Ganancia o pérdida antes impuesto	-117,41%	270,83%	2194,49%	-96,15%	-1476,50%	26,13%
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias	-113,64%	1034,47%	554,04%	-92,32%	-1521,04%	20,57%
<b>Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos</b>	<b>-118,94%</b>	<b>47,68%</b>	<b>5876,89%</b>	<b>-97,10%</b>	<b>-1447,57%</b>	<b>29,94%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

Como se mencionó al principio de la etapa los resultados obtenidos tienen un comportamiento muy cambiante e impredecible lo que dificulta un análisis correcto.

Continuando el proceso al igual que las demás sociedades se obtiene resultados impensados para cualquier empresa, con un crecimiento promedio de los ingresos del 20,14%, un 18,78% en los costos de ventas y por último un gasto de administración de 12,38%. Resultados que son muy altos y provocan incertidumbre en la proyección a realizar.

#### 4.3.3. Razones Financieras

Los balances de Azul-Azul están disponibles en los anexos, de estos se extraerá la información para realizar los índices financieros. Las formulas a ocupar se encuentran en el capítulo 2 en la parte 3, por lo que solo se expondrán los resultados.

##### 4.3.3.1. Índice de Liquidez

- Liquidez Corriente:

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
6,6081	2,2442	1,3537	1,5669	2,1431	1,6201	1,0253

Este ratio manifiesta los cambios en los activos y el aumento de los pasivos de corrientes, se muestra que actualmente Azul - Azul no tiene problemas de activos ociosos a su disposición, además presenta solvencia financiera de corto plazo.

##### 4.3.3.2. Índices de Endeudamiento

- Razón Endeudamiento

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
33,27%	36,21%	49,61%	42,03%	39,83%	33,83%	42,41%

La participación de terceros se mantiene bajo el 50% lo que indica que la forma de financiamiento es mediante los recursos propios, pero el último año presento una fuerte alza.

- Razón Deuda Corto Plazo/ Deuda Total

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
15,98%	23,32%	49,64%	41,76%	32,95%	45,88%	44,42%

La proporción de los pasivos que vencen a corto plazo se ha mantenido cercana al 50% de la deuda, es un porcentaje significativo de las obligaciones con terceros pero la sociedad no corre riesgo porque todavía posee solvencia frente a este tipo de deuda.

- Razón Deuda Largo Plazo/ Deuda Total

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
84,02%	76,68%	50,36%	58,24%	67,05%	54,12%	55,58%

Es el complemento de la razón anterior pero con la deuda en largo plazo. Ambos miden cómo es financiada la empresa, la suma de las 2 hacen un 100%.

- Apalancamiento financiero

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
1,4986	1,5676	1,9844	1,7251	1,6618	1,5113	1,7364

Como se mostró en la razón de endeudamiento la participación de recursos propios en la generación de activos sigue siendo mayor que la de terceros, pero ha disminuido en los últimos periodos.

#### 4.3.3.3. Índices de Rentabilidad

- Rentabilidad Activo

31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015
-0,29%	8,69%	7,84%	26,40%	10,32%	1,83%	-1,73%

Azul - Azul tiene un ROA promedio del 7,58% y al igual que las demás sociedades es intensiva en capital, también reporta una baja ganancia con respecto a los recursos disponibles.

Se puede decir que Cruzados posee el mayor ROA de las sociedades a valorizar, lo que significa que tiene mejores resultados con respecto a sus activos, pero dicho resultado no se ve reflejado en las cotizaciones de las acciones donde Azul – Azul lidera.

• Rentabilidad Patrimonio

<b>31-12-2009</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
-0,43%	13,63%	15,56%	45,55%	17,15%	2,77%	-3,00%

El ROE de Azul – Azul es del 13,03%, un valor atractivo pero no representativo de la realidad de la empresa debido a que se seleccionó el Ebitda con el fin de ver el desempeño de la empresa

Azul - Azul es la sociedad que tiene el mayor ROE ocupando de manera eficiente su patrimonio para generar nuevos beneficios, entregando un mayor retorno a los accionistas.

• Margen de Utilidad

<b>31-12-2009</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>	<b>31-12-2015</b>
14,09%	22,93%	23,76%	35,70%	19,58%	3,49%	-2,71%

El margen de Azul – Azul dio negativo en el último periodo pero mantiene un promedio del 16,69%, esto no le permite cubrir las partidas del estado de resultado, lo ideal sería que el margen se encuentre sobre el 20% para así obtener ganancias en los periodos y mejorar sus ratios.

Queda demostrado en este análisis que el valor de las acciones ha decrecido en el último tiempo, las razones son malas decisiones por parte del directorio en la contratación de jugadores con altas remuneraciones y también los malos resultados del equipo en cancha.

## **CAPÍTULO 5**

### **PROYECCIÓN DE LAS SOCIEDADES.**

En esta sección se aplica el punto cuatro del capítulo 2, se realiza la valorización de estas empresas a partir de los análisis de los estados financieros anteriores, los cuales buscan ver el comportamiento histórico de ellas.

Aplicar una proyección en cualquier empresa es muy delicado ya que se tiene que pensar en cual será el comportamiento futuro, los resultados y las decisiones financieras de la directiva, cosas que en las S.A.D.P no es posible lograr debido a que son empresas que no producen, venden, ni prestan servicios, son : “entidades que se dedican a organizar, producir, comercializar y participar en espectáculos deportivos profesionales y en otras relacionadas o derivadas de éstas, para obtener un beneficio económico.”<sup>43</sup>, por lo tanto sus ingresos presentan una enorme sensibilidad a los resultados deportivos del club, es decir, si el equipo no logra buenas participaciones en copas nacionales e internacionales sus ingresos disminuyen.

Valorizar una empresa deportiva es netamente especulación, ya que los resultados nunca se podrán predecir, esto se debe a que la historia del deporte ha estado marcada por hitos y acontecimientos donde clubes pierden o ganan campeonatos en el último minuto del partido y contra todo pronóstico de especialistas, o casos en donde el puntero o favorito de un torneo pierde un partido contra el colista del mismo.

---

<sup>43</sup> Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) “Ley 20019” Artículo 16°- (2005) Disponible en: [http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1488\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1488_doc_pdf.pdf)

Por otro lado los ingresos de estas empresas son variados y en la mayoría de los casos ninguno tiene influencia en el otro. Un ejemplo de esto son los ingresos por ventas de jugadores, estos no tienen ninguna forma de comportamiento, son impredecibles y pueden variar enormemente de un periodo a otro, esto se debe a que no se puede saber cuándo un equipo tendrá entre sus filas una promesa del fútbol, o cuando un jugador contratado desde otro club tenga un desempeño formidable y llame la atención de equipos más importantes. Este pensamiento se ve reflejado en los resultados obtenidos por Universidad de Chile “Azul – Azul” en el 2012, donde sus ingresos por este concepto aumentaron 435% con respecto al 2011 debido a que el club vendió a jugadores importantes de la campaña anterior.

La proyección será realizada mediante el cálculo de flujos de caja descontados los cuales se construirán paso a paso en este capítulo.

## 5.1. Estimación de cálculos

Para realizar una valoración es necesario contar con distintos parámetros que ayuden en la estimación, en este fragmento se describirá como se obtuvieron esos datos, cuáles son sus cálculos y cuáles fueron los pasos a seguir para conseguirlos.

### 5.1.1. Ingresos

Los ingresos se obtuvieron de las notas que se encuentran en las memorias de las empresas, se hará un desglose para ver el comportamiento de cada uno con la finalidad de proyectar el crecimiento de cada línea de negocio de las sociedades, de esta forma se sabrá cuáles son las partidas más importantes y su evolución en el tiempo.

### 5.1.2. Beta

En la determinación del beta se pueden ocupar dos métodos, el primero será estimar el beta de la empresa mediante una regresión de las rentabilidades históricas de las acciones de las sociedades vs las rentabilidades históricas del IGPA en el mismo periodo, si la regresión nos arroja un R<sup>2</sup> ajustado bajo, significa que la variación de los precios de la acción no se ven reflejados en el mercado, por ende no podremos ocupar este beta, entonces se ocupara el segundo método.

La segunda forma de estimarlo será mediante la búsqueda de un beta sectorial en la página del profesor Aswath Damodaran<sup>44</sup>, en donde él publica los betas sectoriales más comunes que se encuentran desapalancados, y una vez encontrados será necesario apalancarlo con la fórmula de Hamada (1993), para obtener así el beta apalancado de nuestra empresa.

La fórmula para apalancar el beta sin deuda es:

$$Bp^{cd} = Bp^{sd} * [1 + ((1 - t) * D/p)]^{45}$$

### 5.1.3. Parámetros

Como se mencionó al comienzo es necesario calcular los siguientes parámetros para realizar una correcta proyección.

Para el cálculo de **Kp** se calculará con la formula expuesta en el capítulo 2

<sup>44</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, Risk/Discount Rate, Total Beta ByIndustry Sector, Global. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>45</sup> Información Extraída de: Clase 02 Valoración de Empresas 2015.

En el caso de **Kc** se pueden ocupar 2 fórmulas de estimación. La primera fue descrita en el capítulo 2 y la segunda forma de estimarlo es:

$$Kc = \rho k \left[ 1 - t * \frac{D}{Ve} \right]^{46}$$

Para calcular el  $\rho k$  se ocupará la siguiente formula:

$$\rho k = Rf + (Erp * Bp^{SD})^{47}$$

En la determinación de **Kd** no se ocupara ninguna fórmula, ya que estas sociedades anónimas no presentan deuda financiera riesgosa. Por lo que Kd será igual a Rf.

Como se mencionó en el Capítulo 2 parte 4, **Rf** se calcula con el promedio de la Tasa de Interés de los Bonos BCCh (BCP) a 10 años que posee el Banco Central de Chile.

En el caso de la Tasa de Impuestos **T** de estas empresas, debido a que éstas no se encuentran pagando impuestos por los malos resultados en los últimos periodos, se ocupa un aproximado del porcentaje de impuesto que haya pagado históricamente.

El **ERP** se encuentra disponible en la página del profesor Aswath Damodaran quien ha determinado premio por riesgo de los países.

#### 5.1.4. Deuda Financiera

Las S.A.D.P no presentan obligaciones con terceros (préstamos bancarios o emisión de bonos), la forma de financiamiento de estas empresas es mediante patrimonio, por ende no presentan deuda financiera. Debido a esto se ocupara la deuda fiscal en el caso de BN y Azul – Azul, como Cruzados no posee deuda fiscal se ocupará como deuda el promedio de los pasivos a analizar, por lo tanto la deuda financiera o pasivos futuros de estas empresas tomaran los siguientes valores:

---

<sup>46</sup> Información Extraída de: Clase 02 Valoración de Empresas 2015.

<sup>47</sup> Información Extraída de: Clase 02 Valoración de Empresas 2015.

Cuando la concesionaria Blanco y Negro asumió la administración de Colo-Colo se comprometió saldar la deuda fiscal que mantiene el club con la Tesorería General de la Republica, deuda proveniente al periodo de quiebra del club, el monto a cancelar es del 3% de los ingresos o el 8% de las utilidades de la sociedad. Hasta el momento la deuda fiscal no ha sido saldada debido a que los últimos periodos de Blanco y Negro no han presentado utilidad. Según las notas del balance 2015 la sociedad mantiene una deuda vigente por M\$ 11.985.746 este monto representa la deuda financiera del club para el año 2025.

Azul – Azul al igual que Blanco y Negro asumió la administración del club y se comprometió a saldar la deuda fiscal que se mantiene con la Tesorería General de la Republica, deuda proveniente al periodo de quiebra del club, el monto a cancelar es del 3% de los ingresos o el 8% de las utilidades de la sociedad. Según las notas del balance 2015, la sociedad mantiene una deuda vigente por M\$5.038.390, monto que representa la deuda financiera del club para el año 2025.

A diferencia de las otras sociedades Cruzados no presenta deuda fiscal, debido a eso se tomara el promedio de los pasivos de los últimos 6 periodos, los cuales son un 14,21% del valor de los activos.

## 5.2. Colo-Colo, “Blanco y Negro”

### 5.2.1. Ingresos

Los ingresos de Blanco y Negro se encuentran agrupados en 4 tipos, en donde los ingresos por publicidad son el 57,56% del total, dentro de estos destacan los derechos por televisión, contratos con sponsor del club y venta de indumentaria. En segundo lugar los ingresos por recaudaciones o borderó con un 25,90% del global, estos beneficios son por la venta de entradas a los partidos del equipo, más el pago de abonados y socios de Colo-Colo. La venta de jugadores se encuentra en un mal periodo teniendo solo un 13,82%, debido a que el club ha preferido reforzarse con jugadores de mayor experiencia y que ya no los podrá vender a altos montos. Finalizando con los otros ingresos que son el 2,71% del total.

**Tabla 5.1**

Ingresos Blanco y Negro S.A.

Ingresos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos por Recaudaciones	2.311.904	2.011.674	2.086.614	2.694.350	2.104.281	4.577.038	3.834.604
Ingresos por Venta de Jugadores	5.267.609	487.899	6.327.911	496.500	1.390.065	581.155	979.775
Ingresos por Publicidad	3.774.600	3.747.696	5.435.763	4.664.845	5.639.076	10.471.425	9.935.061
Otros	271.309	439.287	442.256	154.134	165.492	283.683	167.175
<b>Totales</b>	<b>11.625.422</b>	<b>6.686.556</b>	<b>14.292.544</b>	<b>8.009.829</b>	<b>9.298.914</b>	<b>15.913.301</b>	<b>14.916.615</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

El crecimiento de los ingresos es muy volátil, por lo que dificulta una estimación más exacta, en los ingresos totales tienen un crecimiento del 9,73%, este porcentaje es de una media trunca, ya que se eliminó el crecimiento y el decrecimiento más alto.

Los ingresos por recaudaciones o borderó presentan un crecimiento del 16,54%, al igual que en los totales es el porcentaje que representa la media trunca.

En el caso de los ingresos por venta de jugadores eliminando los extremos tienen un crecimiento del 1,50%, es un ingreso muy conservador y que puede variar de un periodo a otro.

El crecimiento de los ingresos por publicidad es de 15,02% y son lo que presentan mayor participación en los ingresos de Blanco y Negro.

Otros Ingresos tienen un crecimiento del 5,86% en promedio.

Se corrigieron los valores de crecimiento para obtener tasas más realistas para la proyección.

### 5.2.2. Beta

Como se mencionó en el subcapítulo uno, el beta se calculará con una regresión de los retornos de las acciones vs los retornos del IGPA.

El cálculo de la rentabilidad de las acciones se realizara con la siguiente formula:

$$Rentabilidad = \frac{Precio\ acción\ día\ X - Precio\ acción\ día\ X - 1}{Precio\ acción\ día\ X - 1}$$

En donde x-1 es el día anterior a x, de esta manera se puede ver la rentabilidad diaria de las acciones y del IGPA, una vez que la formula se aplique para todos los datos se ocupará la herramienta “Análisis de Datos” en la cual aplicamos la regresión lineal para ver la relación de dependencia de las acciones (Y) con el mercado (X).

Al aplicar la Regresión obtenemos el siguiente resultado:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,15903
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,02529
R <sup>2</sup> ajustado	0,02474
Error típico	0,02555
Observaciones	1767
Beta	0,0557

Fuente: Elaboración Propio en base a la información de las Memorias de la Empresa

El cuadro nos muestra un R<sup>2</sup> ajustado de 0,02474, un resultado muy bajo por lo que no se puede ocupar el beta de esta regresión.

Como se mencionó en el primer subcapítulo se ocupara el beta desapalancado que aparece en la página del Profesor Aswath Damodaran<sup>48</sup>, al indagar en la página no se encontró un beta representativo del negocio deportivo, por lo cual se segregaron los ingresos y se buscaron betas que los reflejen, hallando betas de publicidad (0,96), entretenimiento (1,06) y televisión por cable (0,80).

<sup>48</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, Risk Discount/Rate, Total Beta By Industry Sector, Global. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Para los ingresos por venta de jugadores no se pudo encontrar un beta representativo, por lo que serán excluidos del cálculo del beta desapalancado de las sociedades.

Los betas a ocupar en el caso de Colo-Colo serán; el de publicidad para los ingresos por publicidad y el Beta de entretenimiento en el caso de los ingresos por recaudaciones o borderó, se ocupó este Beta puesto que son considerados espectáculos deportivos, por ende es entretenimiento para el público asistente. Para construir el beta desapalancado es necesario conocer la participación de los ingresos vs los betas.

Como resultado de esto se tiene la siguiente tabla:

**Tabla 5.2**

Ingresos de Blanco y Negro S.A vs Betas de Damodaran.

<b>Ingresos</b>	<b>Betas</b>	<b>Porcentaje</b>
Ingresos por Recaudaciones	1,06	26,20%
Ingresos por Venta de Jugadores	-	15,86%
Ingresos por Publicidad	0,96	55,75%
Otros	-	2,18%
<b>Totales</b>	<b>0,811</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa y a la página del profesor Aswath Damodaran.

Al multiplicar los betas por el porcentaje de participación de los ingresos se obtiene un Beta desapalancado del 0,811, el que representa el 81,96% de los ingresos, el paso siguiente es apalancarlo.

### 5.2.3. Parámetros

En esta etapa se realizara el cálculo de los parámetros que son necesarios para realizar la proyección de Blanco y Negro. Los cuales son:

- ERP : el premio por riesgo de Chile se obtuvo de la página del profesor Damodaran y es de 6,9%<sup>49</sup>
- T : la tasa de impuestos es de 13,09% valor aproximado, debido a que Colo-Colo no ha tenido ganancias en los últimos periodos.
- Rf : rentabilidad de un activo que no ofrece riesgo es de 5,41%.<sup>50</sup>
- Kd : toma el mismo valor que Rf 5,41%, esto debido a que Blanco y Negro no presenta una deuda financiera riesgosa.
- Bp<sup>cd</sup> : el beta del patrimonio con deuda es de 1,265
- $\rho_k$  : nos da 0,11
- Kp : la tasa de rendimiento requerida por los accionistas es de 14,13%.
- Kc : la tasa de rendimiento requerida por la empresa es de 10,44%. Con este valor traeremos a presentes los flujos futuros de la empresa.

### 5.2.4. Flujos de caja

Los flujos de caja de Blanco y Negro serán construidos casi de la misma forma que su estado de resultado, con la diferencia que se segregaran los ingresos y se le sumaran las amortizaciones, depreciaciones, ingresos financieros y diferencias de cambio.

---

<sup>49</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, RiskDiscountRate, RiskPremiumsforOtherMarkets. Disponible:

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>50</sup> Información Extraída de: Banco Central De Chile, Estadísticas, Tasas de Interés, Operaciones Mercado Abierto, Bonos Licitados por el BCCH, En \$ (BCP y/o BTP). Disponible en : <http://si3.bcentral.cl/Boletin/secure/boletin.aspx?idCanasta=1MRMW2951>

**Tabla 5.3**

Esquema de Flujos de Caja de Blanco y Negro S.A.

<b>Estados de Resultado</b>
Ingresos por Recaudaciones
Ingresos por Venta de Jugadores
Ingresos por Publicidad
Otros
Ingresos netos
Costo de Ventas
Ganancia Bruta
Otras ganancias (perdidas)
Gastos administrativos
Otros gastos, por función
Ingresos Financieros
Diferencias de Cambio
Ganancia o pérdida antes impuesto
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias
<b>Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos</b>
Amortización Activos en concesión
Amortización pases jugadores profesionales
Depreciación
Ingresos Financieros
Diferencias de Cambio
<b>Flujo de Caja</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

El valor de la amortización de activos en concesión, amortización de pases de jugadores profesionales y la depreciación se obtuvieron de las memorias de Blanco y Negro, específicamente en las notas donde se desglosa los costos de venta y los gastos de administración.

Los costos de ventas mantienen un crecimiento de un 11,20% en promedio, a continuación se presentara una tabla de los costos de Blanco y Negro.

**Tabla 5.4**

**Costos de Venta Blanco y Negro S.A.**

<b>Costos por Naturaleza</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Costo de venta jugadores	1.641.678	199.499	3.999.394	35.287	41.660	0	0
Remuneración plantel profesional y cuerpo técnico	2.891.001	2.850.641	2.713.060	2.352.045	2.855.799	5.088.377	5.626.847
Amortización Activos en concesión	589.571	700.937	701.142	701.048	701.048	669.891	669.891
Amortización pases jugadores profesionales	2.082.038	3.004.121	2.879.368	3.210.823	2.715.242	2.341.862	3.372.411
Costos de concentración traslados y otros	716.730	789.524	1.039.041	1.082.906	2.077.720	2.599.895	2.870.402
Gastos Tesorería no considerados en convenio	0	0	0	0	0	24.757	0
Otros costos	69.879	408.388	412.339	665.016	337.084	347.951	322.123
<b>Totales</b>	<b>7.990.897</b>	<b>7.953.110</b>	<b>11.744.344</b>	<b>8.047.125</b>	<b>8.728.553</b>	<b>11.072.733</b>	<b>12.861.674</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

La amortización de activos en concesión es en promedio un 7,13% de los costos de venta, mientras que la amortización de pases de jugadores profesionales son un 30,11%, lo que significa que cada año están contratando jugadores que tienen una valoración mayor, por lo cual sus costos en remuneraciones y la amortización de estos aumentan.

En el caso de los gastos de administración mantienen un crecimiento del 15,13%, lo cual se puede apreciar en la siguiente tabla:

**Tabla 5.5**

**Gastos de Administración Blanco y Negro.**

<b>Gastos de Administración</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Servicios básicos	117.400	146.130	164.285	143.615	155.467	188.714	210.944
Asesorías	385.731	324.398	605.295	444.307	490.556	728.853	864.908
Depreciaciones	380.504	374.136	414.597	416.112	345.964	384.721	444.190
Gastos Legales	66.101	292.562	124.868	190.242	238.245	341.117	289.565
Mantenciones	21.966	9.467	7.059	14.672	20.113	62.842	14.505
Remuneración administración	728.521	785.386	905.465	1.022.495	1.208.535	1.581.142	1.332.291
Prov.Incobrable	0	0	0	0	0	112.105	1.036.396
Otros gastos de administración	309.150	448.562	622.274	406.689	671.222	734.010	328.667
<b>Totales</b>	<b>2.009.373</b>	<b>2.380.641</b>	<b>2.843.843</b>	<b>2.638.132</b>	<b>3.130.102</b>	<b>4.133.504</b>	<b>4.521.466</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

La depreciación mantiene un porcentaje de participación del 12,71% de los gastos de administración.

#### **5.2.5. Proyección**

Una vez obtenidos todos los parámetros, importancia de las partidas y las estimaciones de crecimiento, se puede realizar la proyección de los flujos de caja.

La proyección del primer año será con los crecimientos de los ingresos, los cuales se mencionaron al principio de este subcapítulo, a este valor se le descontara los porcentajes de las demás partidas que fueron calculadas en el análisis vertical del estado de resultado. A partir del segundo año y hasta el décimo periodo, se tomara un promedio de los últimos 4 años de los ingresos, en el caso de las partidas restantes se ocupando el mismo método de estimación.

La proyección de Blanco y Negro dará negativa en los periodos en el ítem ganancias (pérdida) de actividades después de impuestos, debido a que actualmente presenta una pérdida del 14% de sus ingresos, valor que castigara el estado de resultado.

**Tabla 5.6**

Proyección Blanco y Negro S.A. ( no cabe la Tabla)

Al sumar las amortizaciones, depreciaciones, ingresos financieros y las diferencias de cambio, vemos como el flujo de caja pasa a ser positivo. Las amortizaciones y la depreciación no son una salida de efectivo, por lo tanto el efectivo neto generado en los periodos difiere mucho del resultado que publica la empresa. El crecimiento promedio de los flujos de caja es de 1,302%.

Luego de obtener los flujos de caja de los próximos 10 periodos, se requiere estimar un flujo perpetuo, la ecuación a ocupar se encuentra en el Capítulo 2, al aplicarla da un resultado de \$37.838.997.494, un valor de perpetuidad bajo, esto se debe al pequeño crecimiento que tienen los flujos de caja de Blanco y Negro.

Después de obtener los flujos de caja futuros y el perpetuo es necesario traerlos a valor presente, ocupando la ecuación del WAAC descrita en el capítulo 2. Como resultado de la operación anterior obtenemos la siguiente información.

<b>Valor Activos</b>	33.143.901.677
<b>Deuda Financiera</b>	13.291.911.000
<b>Patrimonio</b>	19.851.990.677
<b>Nº Acciones</b>	100.000.000
<b>Precio Acción 31/12/2025</b>	199
<b>Precio Acción 31/12/2015</b>	169,9
<b>Valor Libro 31/12/2015</b>	178,14

A simple vista se puede ver que las acciones tendrán una variación positiva al cabo de 10 años, pero este crecimiento puede ser engañoso debido a que las acciones suben de precio por el descenso de participación de los pasivos, ya que al cabo de años se espera que descendan los activos, lo que es preocupante para los accionistas. A pesar de eso el valor proyectado es superior al valor libro, por lo que se puede decir que el mercado está subestimando el valor de las acciones de Blanco y Negro.

### 5.3. Universidad Católica “Cruzados S.A”

#### 5.3.1. Ingresos

Al igual que Blanco y Negro los ingresos de Cruzados se encuentran agrupados en 4 tipos, en donde los ingresos por publicidad son el 55,62% del total, dentro de estos destacan los derechos por televisión, contratos con sponsor del club y venta de indumentaria. En segundo lugar están los ingresos por venta de jugadores con un 26,49%, que en los últimos periodos se ha destacado por vender jugadores surgidos de su cantera, en tercer lugar se encuentran los ingresos por recaudaciones o borderó con un 17,57% del global, estos beneficios son por la venta de entradas para los partidos del equipo, más el pago de abonados y socios de Cruzados. Finalizando con los otros ingresos que son el 0,32% del total.

**Tabla 5.7**  
Ingresos Cruzados S.A.

Ingresos	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos por Recaudaciones	833.102	1.913.536	1.061.647	1.319.428	1.051.081	1.254.487
Ingresos por Venta de Jugadores	200.670	4.042.610	2.242.514	3.127.491	3.327.931	2.491.099
Ingresos por Publicidad	2.385.505	3.628.984	4.139.706	4.646.343	4.961.861	5.919.512
Otros	53.070	294	6.942	4.209	19.400	1.538
<b>Totales</b>	<b>3.472.347</b>	<b>9.585.424</b>	<b>7.450.809</b>	<b>9.097.471</b>	<b>9.360.273</b>	<b>9.666.636</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

El crecimiento promedio de los ingresos es 9,46% resultado que ha decrecido en los últimos periodos de Cruzados, por eso se eliminaron los valores más extremos, para obtener la media trunca.

Los ingresos por recaudaciones o borderó presentan un crecimiento del 7,77% al igual que en los totales es el porcentaje que representa la media trunca.

En el caso de los ingresos por venta de jugadores, eliminando los extremos, tienen un crecimiento del 5,42%. El crecimiento de los ingresos por publicidad es de 15,02% y son los que tienen mayor peso en los ingresos de Cruzados. Los Otros Ingresos tienen un crecimiento de 9,46% en promedio.

### 5.3.2. Beta

Al igual que Blanco y Negro, el beta se calculará con una regresión de la rentabilidad de las acciones vs las del IGPA.

Para determinar las rentabilidades de las acciones es necesario ocupar la siguiente formula:

$$Rentabilidad = \frac{Precio\ acción\ día\ X - Precio\ acción\ día\ X - 1}{Precio\ acción\ día\ X - 1}$$

En donde x-1 es el día anterior a x, de esta manera se puede ver la rentabilidad diaria de las acciones y del IGPA, una vez que la formula se aplique para todos los datos, se ocupara la herramienta “Análisis de Datos” en la cual aplicamos la regresión lineal para ver la relación de dependencia de las acciones (Y) con el mercado (X).

Al aplicar la regresión obtenemos el siguiente resultado:

Estadísticas de la Regresión	
Coefficiente de Correlación Múltiple	0,12375
Coefficiente de Determinación R <sup>2</sup>	0,01531
R <sup>2</sup> Ajustado	0,01440
Error Típico	0,00722
Observaciones	1081
Beta	0,033899793

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

El cuadro nos muestra un R<sup>2</sup> ajustado de 0,01440, un resultado muy bajo por lo que el beta de la regresión no es representativo.

Al buscar los betas desapalancados en la página del Profesor Aswath Damodaran<sup>51</sup>, encontramos el de publicidad (0,96), entretenimiento (1,06) y televisión por cable (0,80).

Para los ingresos por venta de jugadores no se pudo encontrar un beta representativo, por lo que serán excluidos del cálculo del beta desapalancado de las sociedades.

Los betas a ocupar en el caso de Cruzados serán; el de publicidad para los ingresos por publicidad y el beta de entretenimiento en el caso de los ingresos por recaudaciones o borderó. Para construir el beta desapalancado es necesario conocer la participación de los ingresos vs los betas.

**Tabla 5.8**

Ingresos vs Beta de Damodaran Cruzados S.A.

<b>Ingresos</b>	<b>Betas</b>	<b>Porcentaje</b>
Ingresos por Recaudaciones	1,06	17,57%
Ingresos por Venta de Jugadores	-	26,49%
Ingresos por Publicidad	0,96	55,62%
Otros	-	0,32%
<b>Totales</b>	<b>0,718</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa y a la página del profesor Aswath Damodaran.

Al multiplicar los betas por el porcentaje de participación de los ingresos se obtiene un beta desapalancado del 0,718, valor que representa el 73,20% de los ingresos, el paso siguiente será apalancarlo.

<sup>51</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, RiskDiscountRate, Total Beta ByIndustry Sector, Global. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

### 5.3.3. Parámetros

En esta etapa se realizará la estimación de los parámetros necesarios para la proyección de Cruzados. Los cuales son:

- ERP : el premio por riesgo de Chile se obtuvo de la página del profesor Damodaran y es de 6,9%<sup>52</sup>
- T : la tasa de impuestos es de 14,30%, valor aproximado debido a que Cruzados no presentan muchos periodos con ganancias.
- Rf : rentabilidad de un activo que no ofrece riesgo es de 5,41%.<sup>53</sup>
- Kd : toma el mismo valor que Rf 5,41%, esto debido a que Cruzados no presenta una deuda financiera riesgosa.
- Bp<sup>cd</sup> : el beta del patrimonio con deuda es de 0,7990.
- $\rho_k$  : aplicando la ecuación descrita con anterioridad, nos da 0,1022
- Kp : la tasa de rendimiento requerida por los accionistas es de 10,76%.
- Kc : la tasa de rendimiento requerida por la empresa es de 10,05%. Con este valor traeremos a presentes los flujos futuros de la empresa.

### 5.3.4. Flujos de caja

Los flujos de caja de Cruzados serán construidos en base al estado de resultado con la diferencia que se separaron los ingresos y agregaron los montos de las amortizaciones, depreciaciones, ingresos financieros y diferencias de cambio.

---

<sup>52</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, RiskDiscountRate, RiskPremiumsforOtherMarkets.Disponible:

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>53</sup> Información Extraída de: Banco Central De Chile, Estadísticas, Tasas de Interés, Operaciones Mercado Abierto, Bonos Licitados por el BCCH, En \$ (BCP y/o BTP). Disponible en : <http://si3.bcentral.cl/Boletin/secure/boletin.aspx?idCanasta=1MRMW2951>

**Tabla 5.9**

Esquema de Flujos de Caja de Cruzados S.A.

<b>Estados de Resultado</b>
Ingresos por Recaudaciones
Ingresos por Venta de Jugadores
Ingresos por Publicidad
Otros
Ingresos Netos
Costo de Ventas
Ganancia Bruta
Otros Ingresos por Función
Gastos Administrativos
Otros Gastos
Ingresos Financieros
Diferencias de Cambio
Ganancia o Pérdida Antes Impuesto
Gasto (Ingreso)por Impuesto a las Ganancias
<b>Ganancia (Pérdida) de Actividades Después de Impuestos</b>
Amortización Pases Jugadores Profesionales
Amortización Activos en Concesión
Depreciaciones
Ingresos Financieros
Diferencias de Cambio
<b>Flujo de Caja</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

El valor de la amortización de pases de jugadores profesionales, amortización de activos en concesión y la depreciación se obtuvieron de las memorias de Cruzados, específicamente en las notas donde se desglosa los costos de venta.

Los costos de ventas mantienen un crecimiento de un 12,27% en promedio, a continuación se presenta su distribución.

**Tabla 5.10**

Costos de Venta Cruzados S.A.

Costos por naturaleza	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Remuneración plantel profesional y cuerpo técnico	2.620.074	3.199.724	2.939.509	2.785.677	3.115.204	4.028.472
Gastos de Operación	969.226	951.174	1.039.113	1.046.028	1.203.528	1.366.827
Amortización pases jugadores profesionales	1.690.571	3.074.261	1.277.861	1.791.989	1.151.696	1.898.815
Amortización Activos en concesión	151.068	151.068	151.069	151.068	151.068	151.068
Gastos de Torneo y Otros	500.196	898.667	883.737	798.549	614.033	797.955
Costo de venta jugadores	199.322	965.793	557.048	1.019.550	1.290.009	1.213.987
Depreciaciones	10.593	18.014	38.647	46.362	62.022	61.057
Costo de venta Productos	11.886	14.702	29.157	31.231	53.698	74.865
<b>Costo de ventas</b>	<b>6.152.936</b>	<b>9.273.403</b>	<b>6.916.141</b>	<b>7.670.454</b>	<b>7.641.258</b>	<b>9.593.046</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

La amortización pases de jugadores profesionales es en promedio un 22,89% de los costos de venta, mientras que la amortización activos en concesión es de un 1,96% y los gastos por depreciación son el 0,5% del total.

### 5.3.5. Proyección

El método de proyección será similar al de Blanco - Negro, el primer año se ocuparán los crecimientos de los ingresos los cuales fueron calculados al inicio del capítulo, a este valor se le descontará el porcentaje de las partidas restantes del estado de resultado, los que se generaron del análisis vertical del mismo. A partir del segundo año y hasta el último periodo a estimar se tomará un promedio de los últimos 4 años de los ingresos, las partidas restantes tendrán el mismo cálculo del primer año. La proyección de Cruzados arrojará datos negativos en el ítem ganancias (pérdida) de actividades después de impuestos debido a que actualmente presenta una pérdida del 4,4% de sus ingresos. A continuación se presentara la proyección realizada:

**Tabla 5.11**

Proyección Cruzados S.A. ( no cabe la Tabla)

Luego de sumar las amortizaciones, depreciaciones, ingresos financieros y las diferencias de cambio, el flujo de caja pasa a ser positivo. En comparación con Blanco y Negro las pérdidas que reporta Cruzados son bajas y se compensan con las amortizaciones. El crecimiento promedio de los flujos de caja es de 1,25%.

Después de obtener los flujos de caja de los próximos 10 periodos, se requiere estimar un flujo perpetuo para esto la ecuación a ocupar se encuentra en el capítulo 2. Al aplicarla da un resultado de \$18.762.741.786.

Por último, una vez obtenidos los flujos de caja futuros y el perpetuo es necesario traerlos a valor presente, ocupando la ecuación del WAAC descrita en el capítulo 2. Como resultado de la operación anterior obtenemos la siguiente información.

<b>Valor Activos</b>	16.569.036.644
<b>Deuda Financiera</b>	2.354.727.188
<b>Patrimonio</b>	14.214.309.455
<b>Nº Acciones</b>	58.973.136
<b>Precio Acción 31-12-2025</b>	241
<b>Precio Acción 31-12-2015</b>	160
<b>Valor Libro 31-12-2015</b>	203,69

Se espera un crecimiento en el valor de las acciones de Cruzados las cuales se transaran a \$241 cada una, aumento que viene de la mano con un incremento de los activos, pero se muestra una caída en el valor de los pasivos por lo que el precio puede estar sobrestimado, aun así se encuentra por sobre el valor libro del 2015 lo que es una buena señal para el mercado.

## 5.4. Universidad de Chile “Azul – Azul”

### 5.4.1. Ingresos

Los Ingresos de Azul – Azul se encuentran agrupados en cinco tipos, en donde los ingresos por borderó son el 30,56% del global, estos beneficios son por la venta de entradas para los partidos del equipo más el pago de abonados y socios, en segundo lugar están los ingresos por publicidad con 28,30% dentro de estos destacan los contratos con sponsor del club y venta de indumentaria. Mientras los ingresos por venta de jugadores son 23,65% del total. En cuarto lugar se encuentran los ingresos por derechos de TV con 15,22% del global, estos beneficios son aportados por CDF y canales que transmiten los torneos a nivel sudamericano. Finalizando con los ingresos varios con el 2,26% del total.

**Tabla 5.12**

Ingresos Azul – Azul S.A.

Ingresos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Borderó	3.152.827	3.126.301	5.110.123	5.531.689	3.887.891	3.493.236	3.278.939
Publicidad	2.416.280	2.321.051	2.799.437	3.288.968	4.800.936	4.160.271	4.957.230
Derechos de TV	478.425	724.625	1.541.730	1.880.624	2.203.257	2.595.219	2.980.541
Ingresos por Transferencia de Pases de Jugadores	854.362	4.328.173	3.420.666	14.892.130	3.979.164	4.249.368	2.036.988
Ingresos Varios	153.283	169.918	213.594	525.025	556.393	365.729	415.732
<b>Totales</b>	<b>7.055.177</b>	<b>10.670.068</b>	<b>13.085.550</b>	<b>26.118.436</b>	<b>15.427.641</b>	<b>14.863.823</b>	<b>13.669.430</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

El crecimiento promedio de los ingresos es de 11,04%, porcentaje elevado pero que refleja la realidad de la empresa. Al igual que en las demás sociedades se eliminaron los extremos para conseguir una media más ajustada.

Los ingresos por recaudaciones o Borderó presentan un crecimiento del 4,14%, al igual que en los totales es el porcentaje que representa la media trunca.

El crecimiento de los ingresos por publicidad es de 10,90% y son lo que tienen mayor peso en los ingresos de la sociedad.

En el caso de los ingresos por derecho de TV al eliminar los extremos nos presenta un crecimiento del 18,89%.

Los ingresos por venta de jugadores tienen un crecimiento del 16,81% y los ingresos varios crecen un 4,39% en promedio.

### 5.4.2. Beta

Siguiendo el procedimiento de las demás sociedades el beta se calculará con una regresión de la rentabilidad de las acciones vs las del IGPA.

Para determinar las rentabilidades de las acciones es necesario ocupar la siguiente formula:

$$Rentabilidad = \frac{Precio\ acción\ día\ X - Precio\ acción\ día\ X - 1}{Precio\ acción\ día\ X - 1}$$

En donde x-1 es el día anterior a x, de esta manera se puede ver la rentabilidad diaria de las acciones y del IGPA, una vez que la formula se aplique para todos los datos se utilizará la herramienta “Análisis de Datos” la cual aplicamos la regresión lineal para ver la relación de dependencia de las acciones (Y) con el mercado (X).

Al aplicar la regresión obtenemos el siguiente resultado:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,014792108
Coefficiente de determinación R^2	0,000218806
<b>R^2 ajustado</b>	<b>-0,000501497</b>
Error típico	0,008888273
Observaciones	1390
Beta	0,00334

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

El cuadro nos muestra un R<sup>2</sup> ajustado de -0,000501497, un resultado muy bajo por lo que no se puede ocupar el beta de esta regresión al no ser representativo.

Al buscar los betas desapalancados en la página del profesor Aswath Damodaran<sup>54</sup>, encontramos el de publicidad (0,96), entretenimiento (1,06) y televisión por cable (0,80).

Para los ingresos por venta de jugadores no se pudo encontrar un beta representativo, por lo que serán excluidos del cálculo del beta desapalancado de las sociedades.

<sup>54</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, Risk/Discount Rate, Total Beta By Industry Sector, Global. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Los betas a ocupar en el caso de Azul – Azul serán; el de publicidad para los ingresos por publicidad, el beta de entretenimiento en el caso de los ingresos por recaudaciones o borderó y el beta de televisión por cable para los ingresos por derecho de TV. La forma de construirlo será multiplicando los betas desapalancados por la participación de los ingresos.

**Tabla 5.13**

Ingresos vs Beta de Damodaran Azul – Azul S.A.

<b>Ingresos</b>	<b>Betas</b>	<b>Promedio</b>
Borderó	1,06	30,56%
Publicidad	0,96	28,30%
Derechos de TV	0,80	15,22%
Ingresos por Transferencia de jugadores	-	23,65%
Ingresos Varios	-	2,26%
<b>Totales</b>	<b>0,715</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa y a la página del profesor Aswath Damodaran.

Al multiplicar los betas por el porcentaje de participación de los ingresos se obtiene un beta desapalancado del 0,715, valor que representa el 74,08% de los ingresos, el paso siguiente será apalancarlo.

### 5.4.3. Parámetros

En esta etapa se realizará la estimación de los parámetros necesarios para realizar la proyección de Azul – Azul. Los cuales son:

- ERP : el premio por riesgo de Chile se obtuvo de la página del profesor Damodaran y es de 6,9%<sup>55</sup>
- T : la tasa de impuestos es de 21,50%, valor aproximado debido a que Azul – Azul no presenta ganancias en los últimos periodos.
- Rf : rentabilidad de un activo que no ofrece riesgo es de 5,41%.<sup>56</sup>
- Kd : toma el mismo valor que Rf 5,41%, esto debido a que Azul – Azul no presenta una deuda financiera riesgosa.
- Bp<sup>cd</sup> : el beta del patrimonio con deuda es de 1,0912
- $\rho_k$  : aplicando la ecuación descrita con anterioridad, nos da 0,1020
- Kp : la tasa de rendimiento requerida por los accionistas es de 12,72%.
- Kc : la tasa de rendimiento requerida por la empresa es de 9,32%. Con este valor traeremos a presentes los flujos futuros de la empresa.

### 5.4.4. Flujos de caja

Los flujos de caja de Azul – Azul serán construidos en base al estado de resultado, con la diferencia que se separaron los ingresos y se agregaron las amortizaciones, depreciaciones, ingresos financieros y diferencias de cambio.

---

<sup>55</sup> Información Extraída de: Damodaran Online, Data, Current Data, Risk/DiscountRate, RiskPremiumsforOtherMarkets.Disponible:

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>56</sup> Información Extraída de: Banco Central De Chile, Estadísticas, Tasas de Interés, Operaciones Mercado Abierto, Bonos Licitados por el BCCH, En \$ (BCP y/o BTP). Disponible en : <http://si3.bcentral.cl/Boletin/secure/boletin.aspx?idCanasta=1MRMW2951>

**Tabla 5.14**

Esquema de Flujos de Caja de Azul – Azul S.A.

<b>Estados de Resultado</b>
Borderó
Publicidad
Derechos de TV
Ingresos por Transferencia de jugadores
Ingresos Varios
Ingresos netos
Costo de Ventas
Ganancia Bruta
Gastos administrativos
Otras Ganancias (pérdidas)
Ingresos Financieros
Resultados por unidades de reajuste
Ganancia o pérdida antes impuesto
Gasto (ingreso)por impuesto a las ganancias
<b>Ganancia (pérdida) de actividades después de impuestos</b>
Amortización
Depreciación
Ingresos Financieros
Resultados por unidades de reajuste
<b>Flujo de Caja</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la información de las memorias de la empresa

Los valores de la amortización y la depreciación se obtuvieron de las memorias de Azul – Azul, específicamente en las notas donde se desglosa los costos de venta y gastos de administración.

Los costos de ventas mantienen un crecimiento de un 11,62% en promedio, los cuales serán desglosados a continuación:

**Tabla 5.15**

Costos por Naturaleza de Azul – Azul S.A.

Costos por naturaleza	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Borderó	607.961	872.831	1.390.635	1.780.961	1.214.950	1.218.824	1.094.160
Remuneración	3.411.013	3.434.923	4.770.138	5.830.869	5.237.414	5.653.747	7.584.710
Amortización pases	650.501	1.342.592	1.643.517	2.051.355	2.566.129	2.903.887	2.699.179
Costo de venta jugadores	0	1.380.189	743.397	5.124.495	1.726.105	2.929.145	1.021.594
Otros gastos de Operación	1.391.627	1.192.358	1.429.150	2.006.685	1.662.187	1.639.736	1.640.010
<b>Totales</b>	<b>6.061.102</b>	<b>8.222.893</b>	<b>9.976.837</b>	<b>16.794.365</b>	<b>12.406.785</b>	<b>14.345.339</b>	<b>14.039.653</b>

En el caso de Azul – Azul las amortizaciones representan un bajo porcentaje de los costos de ventas, en promedio son un 17,53% del total, es el menor en comparación con las otras sociedades a estudiadas.

Los gastos de administración mantienen un crecimiento del 11,13%. Cabe mencionar que dentro de las memorias no se aprecia un desglose de estos gastos, pero si se encuentra el valor de depreciación de los activos de la empresa. La depreciación mantiene un porcentaje de participación del 6,42% de los gastos de administración.

#### **5.4.5. Proyección**

El método de proyección será similar al ocupado en las otras sociedades, el primer año se ocuparán los crecimientos de los ingresos que ya fueron calculados al inicio del capítulo, a este valor se le descontará los promedios porcentuales de las partidas del estado de resultado obtenidos en el análisis vertical del mismo. A partir del segundo año y hasta el último periodo a estimar se tomará un promedio de los últimos 4 años de los ingresos y las partidas restantes tendrán el mismo cálculo del primer año.

La proyección de Azul – Azul arrojará datos negativos en el ítem ganancias (pérdida) de actividades después de impuestos, debido a que actualmente presenta un promedio del 2,67% de sus ingresos en pérdidas.

A continuación se presenta la proyección realizada:

**Tabla 5.16**

Proyección Azul – Azul S.A.

( no cabe la Tabla)

Al agregar los montos de amortizaciones, depreciaciones, ingresos financieros y las diferencias de cambio, el flujo de caja pasa a ser positivo. La perdidas de Azul – Azul son más altas que cruzados pero a su vez son inferiores a Blanco y Negro, al igual que con las otras sociedades esta pérdida es compensada por las amortizaciones. El crecimiento promedio de los flujos de caja es de 4,98% cifra elevada provocada por cambios en los ingresos de la sociedad.

Al obtener los flujos de caja de los próximos 10 periodos se requiere estimar un flujo perpetuo, la ecuación a ocupar se encuentra en el capítulo 2 y al aplicarla da un resultado de \$43.587.707.219.

Por último, una vez obtenidos los flujos de caja futuros y el perpetuo es necesario traerlos a valor presente ocupando la ecuación del WAAC descrita en el capítulo 2, como resultado de la operación anterior obtenemos la siguiente información.

<b>Valor Activos</b>	27.604.779.879
<b>Deuda Financiera</b>	5.038.390.000
<b>Patrimonio</b>	22.566.389.879
<b>Nº Acciones</b>	36.520.030
<b>Precio Accion 31-12-2025</b>	618
<b>Precio Acción 31-12-2015</b>	849
<b>Valor Libro 31-12-2015</b>	415,07

Actualmente las acciones de Azul – Azul se encuentran sobrevaloradas por el mercado cotizándose a \$849 cada una, siendo el valor libro de estas de \$415, para el año 2025 se estima un crecimiento de este valor hasta los \$618 por acción, aumento que va de la mano con una alza en los activos pero a su vez la deuda financiera se proyecta por debajo del promedio histórico de la empresa.

## **CAPITULO 6**

### **CONCLUSIONES**

Desde el punto de vista económico la mayoría de los clubes de futbol no son autosuficientes operativamente, es decir los ingresos que generan son insuficientes para pagar los costos y gastos operacionales en los que incurren, este hecho es provocado fundamentalmente por el excesivo gasto de personal.

En algunos períodos los ingresos se ven sobrepasados por los costos de venta, valores que se agravan cuando consideramos la cuota de amortización contable que representa la depreciación del activo del club. La cuota de amortización por la inversión realizada en el fichaje de jugadores (activo intangible) debe amortizarse en un horizonte temporal, igual o inferior a la duración del contrato del jugador en el club.

La venta de jugadores es un ítem al que no se le puede dar una tasa de crecimiento constante debido a su alta volatilidad y pueden presentar un crecimiento o un decrecimiento que merme los resultados de las sociedades. Al realizar la investigación se observó lo experimentado con Azul – Azul, donde sus ingresos por este ítem aumentaron en un 435%, después de un año de éxitos deportivos. El crecimiento elevado o decrecimiento de este tipo de beneficio puede ocasionar que se caiga a una subvaloración o una sobrevaloración de estos.

Otro punto importante son las malas gestiones en la administración de la cantera de estos clubes, debido a que venden a sus “promesas” cuando todavía no llegan a su máximo rendimiento y por consecuencia a un valor inferior al óptimo. Las sociedades invierten en la captación, mantención, formación y educación de estos jóvenes, por lo que la venta de estos a temprana edad es un punto en que se puede mejorar. Actualmente los equipos logran obtener beneficios al venderlos, pero estos ingresos pueden aumentar al retrasar la venta de estos.

A nivel de las sociedades se pudo apreciar que Cruzados es la que presenta mayor estabilidad en sus resultados financieros, esto se debe que el club ha mantenido un buen nivel competitivo, pero sin conseguir resultados sobresalientes en estos periodos lo que hace pensar que el valor de sus acciones tenderá al alza en cuanto el club logre salir campeón.

Si comparamos las proyecciones realizadas se aprecia que Cruzados S.A es la que obtienen mejores resultados en cuanto a crecimiento del valor de sus acciones y que esto va de la mano con un alza en sus activos.

Por otro lado Azul – Azul es la sociedad que sufrió mayores variaciones en estos últimos periodos debido a los buenos y malos resultados deportivos del club, eso sí tuvo un periodo dorado en los años 2011-2012 en donde se elevó el precio de sus acciones por sobre el valor libro. En cuanto a la proyección se aprecia a simple vista un descenso en el valor de acción con respecto al término del 2015, sin embargo esta disminución es consecuencia de la sobrevaloración de estas por el mercado, por lo tanto el precio resultante es comparable con el valor libro, además si se comparan estos valores se puede apreciar que las acciones tendrán un aumento de valor para el año 2025.

Por ultimo Blanco y Negro es la sociedad que presenta mayor pérdida en sus estados de resultados, esta es ocasionada por los altos montos de las amortizaciones y depreciación. El club ha logrado cumplir su objetivo de ser campeón en algunos periodos pero estos triunfos no se ven reflejados en su estado de resultado. En cuanto a la proyección Blanco y Negro presenta los flujos de caja más altos de las sociedad, pero su deuda fiscal que arrastra desde su quiebra más el bajo crecimiento de los flujos provocan que estos valores no se vean reflejados en el precio de la acción y en el valor de la empresa.

El precio es un valor intrínseco calculado a través de un proceso en donde se ha supuesto una proyección sobre el futuro del club basado en su historia reciente, estos valores pueden variar repentinamente, por ende se puede decir que en el método de flujos descontado no se ven reflejadas las variaciones de estas empresas, por lo tanto se concluye que no es la mejor forma de valorar este tipo de sociedades.

## REFERENCIAS

### Libros y Documentos.

- Azul – Azul S.A (2015). *Memoria Anual 2015*. Obtenido de:  
<http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76838140&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=32>
- Banco Central de Chile (2015). *Series del boletín mensual*. Obtenido de:  
<http://si3.bcentral.cl/Boletin/secure/boletin.aspx?idCanasta=1MRMW2951>
- Blanco y Negro S.A. (2015). *Memoria Anual 2015*. Obtenido de:  
<http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=99589230&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5YAAg&vig=VI&control=svs&pestanian=32>
- Bolsa de Comercio de Santiago (2015) *Valores Historicos Azul-Azul*. Obtenido de:  
<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=AZUL%20AZUL>
- Bolsa de Comercio de Santiago (2015) *Valores Históricos ByN*. Obtenido de:  
<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=COLO%20COLO#horizontalTabRI1>
- Bolsa de Comercio de Santiago (2015) *Valores Históricos Cruzados*. Obtenido de:  
<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=CRUZADOS>
- Cruzados S.A (2015). *Memoria Anual 2015*. Obtenido de:  
<http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76072469&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=32>
- Gutiérrez, M (2014). *Finanzas Corporativas 2014 Clase 03* [Diapositivas de PowerPoint]. Recuperado de: PVA Universidad del Bío-Bío. Actualmente no disponible.
- Gutiérrez, M (2015). *Clase 02 Valoración de Empresas* [Diapositivas de PowerPoint]. Recuperado de: <http://pva.face.ubiobio.cl/moodle/course/view.php?id=553>
- Fernández, P. [2008]. Métodos de Valoración de empresas. Universidad de Navarra. Navarra: Documento de investigación DI-771. IESE Business School.

Mascareñas, J. [2001]. El coste del capital. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.

Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. [2009]. Finanzas Corporativas. Ciudad de México: McGraw-Hill.

Sapag, N., & Sapag, C. [2008]. Preparación y evaluación de proyectos. Ciudad de México: McGraw Hill.

Vergara, M., & González, M. F. [2011]. Valoración económica de Telefónica del Perú S.A.A. Seminario de Título. Santiago de Chile: Universidad Andrés Bello.

### **Páginas Web.**

- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), Disponible en: <http://www.svs.cl/>
- Colo-Colo | Sitio Oficial del Eterno Campeón, Disponible en: <http://www.colocolo.cl/>
- Cruzados | Universidad Católica, Disponible en: <http://www.cruzados.cl/>
- Club Universidad de Chile, Disponible en: <http://www.udechile.cl>
- Damodaran Online, Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

**ANEXOS**

**ANEXO A: Balance Azul – Azul.**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Efectivo.	6.630.890	1.403.296	675.260	5.132.083	2.544.944	160.523	700.823
Otros activos financieros.	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos no financieros.	51.329	70.940	1.815.570	94842	137.405	173.921	185.337
Deudores Comerciales y C x C	751.184	2.105.076	5.664.649	2.627.430	5.047.802	5.497.867	3.445.432
C x C a entidades relacionadas	0	0	0	56.930	48.982	45.566	59.491
Inventarios	0	0	0	695	11.500	35.884	10.909
Activos por impuestos corrientes	67.407	666.865	920.973	460.495	499.558	650.078	580.330
Activos para la venta			427.653	0	0	30.500	43.722
<b>Activo Corriente</b>	<b>7.500.810</b>	<b>4.246.177</b>	<b>9.504.105</b>	<b>8.372.475</b>	<b>8.290.191</b>	<b>6.594.339</b>	<b>5.026.044</b>
Otros activos financieros no corrientes	0	264.765	260.140	273.646	286515	310.373	332.936
Otros activos no financieros no corrientes	1.296.374	1.247.221	1.198.302	1.149.625	1100705	1.051.785	1.002.856
Derechos por Cobrar no Corrientes	0	0	0	631.590	0	0	0
Activos intangibles distintos de plusvalía neto	11.612.545	12.017.037	12.194.544	14.542.534	13.175.400	11.923.956	10.916.296
Propiedad, planta y equipos neto	433.611	3.690.367	3.614.997	3.553.542	3.408.468	3.435.518	3.435.931
Activos por Impuestos Diferidos	506.088	941.543	1.735.714	1.922.785	3.213.531	2.905.629	5.309.885
<b>Activo no Corriente</b>	<b>13.848.618</b>	<b>18.160.933</b>	<b>19.003.697</b>	<b>22.073.722</b>	<b>21.184.619</b>	<b>19.627.261</b>	<b>20.997.904</b>
<b>Activo total</b>	<b>21.349.428</b>	<b>22.407.110</b>	<b>28.507.802</b>	<b>30.446.197</b>	<b>29.474.810</b>	<b>26.221.600</b>	<b>26.023.948</b>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cuentas Por Pagar Comerciales y Otras	1.087.880	1.859.182	6.704.080	3.824.450	3.261.636	3.500.207	4.448.454
Cuentas Por Pagar Entidades Relacionadas	0	0	0	998.106	37.312	0	0
Provisiones Corrientes por beneficios a los empleados	47.209	18.691	142.959	108.501	127.206	186.725	126.169
Pasivos por Impuestos corrientes	0	14.214	173.594	412.404	442.079	383.467	327.499
Otros Pasivos no Financ Corrientes	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>1.135.089</b>	<b>1.892.087</b>	<b>7.020.633</b>	<b>5.343.461</b>	<b>3.868.233</b>	<b>4.070.399</b>	<b>4.902.122</b>
Otras cuentas por pagar, no corrientes					0	0	568.127
Otros pasivos no Financieros	5.717.465	5.531.506	5.650.877	5.156.536	4.662.134	4.684.915	4.627.193
Otras Provisiones a largo plazo	14.163	16.885	16.885	16.885	17.885	17.885	17.885
Pasivo por Impuestos Diferidos	236.934	672.349	1.453.490	2.280.017	3.190.198	97.845	921.056
<b>Pasivo no Corriente</b>	<b>5.968.562</b>	<b>6.220.740</b>	<b>7.121.252</b>	<b>7.453.438</b>	<b>7.870.217</b>	<b>4.800.645</b>	<b>6.134.261</b>
<b>Pasivo total</b>	<b>7.103.651</b>	<b>8.112.827</b>	<b>14.141.885</b>	<b>12.796.899</b>	<b>11.738.450</b>	<b>8.871.044</b>	<b>11.036.383</b>
Capital Emitido y Pagado	12.687.003	12.687.003	12.687.003	12.395.202	12.395.202	12.395.202	12.395.202
Primas de emisión	2.974.773	2.974.773	2.974.773	2.974.773	2.974.773	2.974.773	-1.967.284
Ganancias Acumuladas	-1.074.606	-1.026.100	-954.466	1.987.522	2.074.584	395.708	2.974.773
Otras reservas	-341.393	-341.393	-341.393	291.801	291.801	1.584.873	1.584.873
Patrimonio atribuible a los prop controladora	14.245.777	14.294.283	14.365.917	17.649.298	17.736.360	17.350.556	14.987.564
<b>Patrimonio consolidado</b>	<b>14.245.777</b>	<b>14.294.283</b>	<b>14.365.917</b>	<b>17.649.298</b>	<b>17.736.360</b>	<b>17.350.556</b>	<b>14.987.564</b>
<b>Pasivo + patrimonio neto</b>	<b>21.349.428</b>	<b>22.407.110</b>	<b>28.507.802</b>	<b>30.446.197</b>	<b>29.474.810</b>	<b>26.221.600</b>	<b>26.023.947</b>

**ANEXO B: Balance Blanco y Negro.**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Efectivo	2.364.751	787.089	2.651.700	572.736	676.822	686.311	491.674
Otros activos financieros corrientes	3.560.044	2.412.897	1.406.255	1344123	598.099	94.007	102.142
Deudores Comerciales y CxC	4.540.698	2.269.104	3.914.132	2.971.400	3.347.623	3.951.623	2.339.250
CxC a entidades relacionadas	604.358			32.740			
Inventarios	66.051	33.025					
Activos por impuestos corrientes	105.035	229.148	222.660	234.397	262.389	476.773	577.862
<b>Activo Corriente</b>	<b>11.240.937</b>	<b>5.731.263</b>	<b>8.194.747</b>	<b>5.155.396</b>	<b>4.884.933</b>	<b>5.208.714</b>	<b>3.510.928</b>
Otros activos financieros N C		949.879					
Cuentas Por Cobrar no corrientes		494.698	990.772	1.714.850			
Activos intangibles distintos de plusvalía neto	23.562.407	22.136.315	20.226.965	18.758.731	17.743.734	18.586.744	17.023.566
Propiedad, planta y equipos neto	12.285.594	12.285.594	12.044.872	12.055.780	11.880.713	11.777.484	11.831.582
Activos por Impuestos Diferidos	3.200.802	4.411.397	4.893.175	6.170.411	6.814.784	10.017.589	11.055.071
<b>Activo no Corriente</b>	<b>39.048.803</b>	<b>40.277.883</b>	<b>38.155.784</b>	<b>38.699.772</b>	<b>36.439.231</b>	<b>40.381.817</b>	<b>39.910.219</b>
<b>Activo total</b>	<b>50.289.740</b>	<b>46.009.146</b>	<b>46.350.531</b>	<b>43.855.168</b>	<b>41.324.164</b>	<b>45.590.531</b>	<b>43.421.147</b>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Otros pasivos financieros corrientes	99.998	99.998					
C x P Comerciales y Otras	1.463.305	1.081.222	1.384.839	1.270.150	1.633.287	2.006.475	2.221.326
C x P Entidades Relacionadas						0	445.072
Otras Provisiones Corrientes	201.834	128.369	113.513	124.924	172.045	266.900	571.135
Pasivos por Impuestos corrientes	145.263	118.267	151.334	92.234	113.040	710.305	314.894
Otros Pasivos no Financ Corrientes	3.500						
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>1.913.900</b>	<b>1.427.856</b>	<b>1.649.686</b>	<b>1.487.308</b>	<b>1.918.372</b>	<b>2.983.680</b>	<b>3.552.427</b>
Otros pasivos no Financieros N C	10.294.795	9.763.418	10.034.966	10.036.454	12.663.637	13.646.256	13.291.911
Pasivos por Impuestos Diferidos	3.799.846	4.283.650	4.375.088	4.890.356	4.675.813	6.319.186	5.961.977
<b>Pasivo no Corriente</b>	<b>14.094.641</b>	<b>14.047.068</b>	<b>14.410.054</b>	<b>14.926.810</b>	<b>17.339.450</b>	<b>19.965.442</b>	<b>19.253.888</b>
<b>Pasivo total</b>	<b>16.008.541</b>	<b>15.474.924</b>	<b>16.059.740</b>	<b>16.414.118</b>	<b>19.257.822</b>	<b>22.949.122</b>	<b>22.806.315</b>
Capital Emitido y Pagado	18.377.927	18.377.927	18.377.927	18.377.927	18.377.927	18.377.927	18.377.927
Primas de emisión	3.369.619	3.369.619	3.369.619	3.369.619	3.369.619	3.369.619	3.369.619
Ganancias Acumuladas	6.525.669	2.785.039	2.673.729	-120.141	-3.486.733	-2.334.010	-4.152.094
Otras reservas		17.280	17.280	17.280	17.280	17.280	17.280
Patrimonio atribuible a los prop controladora	28.273.215	24.549.865	24.438.555	21.644.685	18.278.093	19.430.816	17.612.732
Participantes no controladores	5.979.366	5.984.357	5.852.236	5.796.365	3.788.249	3.210.593	3.002.100
<b>Patrimonio consolidado</b>	<b>34.252.581</b>	<b>30.534.222</b>	<b>30.290.791</b>	<b>27.441.050</b>	<b>22.066.342</b>	<b>22.641.409</b>	<b>20.614.832</b>
<b>Pasivo + patrimonio neto</b>	<b>50.261.122</b>	<b>46.009.146</b>	<b>46.350.531</b>	<b>43.855.168</b>	<b>41.324.164</b>	<b>45.590.531</b>	<b>43.421.147</b>

**ANEXO C: Balance Cruzados**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Efectivo	121.331	216.698	45.926	55.191	116.142	202.578
Otros activos financieros corrientes	859.529	1.524.723	1066166	697.696	1.437.280	1.619.671
Otros activos no financieros, corrientes	0	0	0	0	0	18.834
Deudores Comerciales y Cuentas por cobrar	300.663	893.071	791.283	2.504.413	1.326.620	2.353.643
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	5.981	0	0	0	1.874	0
Inventarios	2.247	4.596	11.554	21.680	28.318	30.787
Activos por impuestos corrientes	37.376	27.082	0	0	16.184	18.988
<b>Activo Corriente</b>	<b>1.327.127</b>	<b>2.666.170</b>	<b>1.914.929</b>	<b>3.278.980</b>	<b>2.926.418</b>	<b>4.244.501</b>
Otros activos financieros no corrientes					724056	255658
Activos intangibles distintos de plusvalía neto	9.456.784	8.083.966	8.128.000	7.062.031	7.197.386	7.474.347
Propiedad, planta y equipos neto	59.224	115.358	141.500	166.670	185.212	538.878
Activos por Impuestos Diferidos	965.124	1.160.397	1.620.131	1.783.226	1.984.884	2.606.898
<b>Activo no Corriente</b>	<b>10.481.132</b>	<b>9.359.721</b>	<b>9.889.631</b>	<b>9.011.927</b>	<b>10.091.538</b>	<b>10.875.781</b>
<b>Activo total</b>	<b>11.808.259</b>	<b>12.025.891</b>	<b>11.804.560</b>	<b>12.290.907</b>	<b>13.017.956</b>	<b>15.120.282</b>

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cuentas Por Pagar Comerciales y Otras	190.300	707.178	1.237.776	1.227.273	1.382.802	2.790.817
Cuentas Por Pagar Entidades Relacionadas	0	34.422	28.444	81.996	160.477	28.901
Otras Provisiones Corri	114.299	90.466	129.588	137.559	170.141	208.297
Pasivos por Impuestos corrientes	0	0	0	0	69.773	105.929
Otros Pasivos no Financ Corrientes	57.162	59.663	50.871	62.951	0	0
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>361.761</b>	<b>891.729</b>	<b>1.446.679</b>	<b>1.509.779</b>	<b>1.783.193</b>	<b>3.133.944</b>
Otras cuentas por pagar, no corrientes				202631	204.401	177.754
Pasivos Financieros No Corriente	2.961	34.267				
<b>Pasivo no Corriente</b>	<b>2.961</b>	<b>34.267</b>	<b>0</b>	<b>202.631</b>	<b>204.401</b>	<b>177.754</b>
<b>Pasivo total</b>	<b>364.722</b>	<b>925.996</b>	<b>1.446.679</b>	<b>1.712.410</b>	<b>1.987.594</b>	<b>3.311.698</b>
Capital Emitido y Pagado	15.030.000	15.030.000	15.030.000	15.030.000	15.030.000	16.454.790
Primas de emisión	78.820	78.820	78.820	78.820	78.820	0
Ganancias Acumuladas	-3.635.283	-3.978.925	-4.720.939	-4.500.323	-4.048.458	-4.530.383
Otras reservas	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-115.823
Patrimonio atribuible a los prop controladora	11.443.537	11.099.895	10.357.881	10.578.497	11.030.362	11.808.584
<b>Patrimonio consolidado</b>	<b>11.443.537</b>	<b>11.099.895</b>	<b>10.357.881</b>	<b>10.578.497</b>	<b>11.030.362</b>	<b>11.808.584</b>
<b>Pasivo + patrimonio neto</b>	<b>11.808.259</b>	<b>12.025.891</b>	<b>11.804.560</b>	<b>12.290.907</b>	<b>13.017.956</b>	<b>15.120.282</b>