



# **VALORACIÓN DE PAZ CORP S.A.**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Maximiliano Andreé Valenzuela Riquelme  
Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales**

**Santiago, Mayo 2015**

*A mi Señora e Hija, por su amor y apoyo incondicional,  
y por regalarme su preciado tiempo para cumplir con este desafío.*

## **TABLA DE CONTENIDOS**

I.	RESUMEN EJECUTIVO .....	4
II.	METODOLOGIA .....	5
III.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA .....	8
	Ficha Paz Corp S.A.....	8
	Filiales .....	9
	Análisis del sector .....	10
	Empresas comparables .....	11
IV.	DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....	14
V.	ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	15
	Deuda Financiera .....	15
	Patrimonio y Valor Económico.....	16
	Estructura de Capital Objetivo.....	17
VI.	ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	18
	Estimación del Costo Patrimonial .....	18
	Estimación del Costo de Capital.....	18
VII.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	22
	Análisis de Costos de Operación.....	24
	Análisis de Cuentas No Operacionales.....	25
	Análisis de Activos.....	26
VIII.	PROYECCIÓN DE EERR.....	27
	Proyección de Ingresos Operacionales .....	27
	Proyección de Costos Operacionales.....	27

Proyección Resultado No Operacional .....	28
IX. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE .....	29
Estimación del Flujo de Caja Bruto .....	29
Estimación del Flujo de Caja Libre .....	30
X. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN .....	34
Superávit (déficit) de Capital de Trabajo .....	34
Identificación de los Activos Prescindibles .....	35
Deuda Financiera .....	35
Valor de Mercado de la Acción .....	37
XI. CONCLUSIONES.....	38
XII. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS .....	39
Páginas de Internet.....	39
Documentos e información pública.....	39
XIII. ANEXOS.....	40
ANEXO N°1 – 12 Mayores Accionistas de la Compañía .....	40
Anexo N°2 – Estados Financieros en Miles de UF.....	41
ANEXO N°3 – Análisis de segmentación geográfica de los ingresos.....	43
ANEXO N°4 – Proyección de Ingresos Operacionales.....	44
ANEXO N° 5 – Proyección Costos Operacionales.....	45
ANEXO N°6 – Proyección Costos No Operacionales .....	46
ANEXO N°7 – Estados de Resultados y Terminal Value (2019e) proyectados.....	47
ANEXO N°8 – Activos y Pasivos que no devengan intereses en Miles de UF.....	48

## **I. RESUMEN EJECUTIVO**

El presente trabajo muestra un análisis de la Compañía Paz Corp S.A. y su relación con el desarrollo del sector industrial de la Construcción e Inmobiliarias, sector en el que la Compañía se desarrolla. Se ha relacionado el comportamiento de la Compañía respecto del Mercado y se ha establecido su sensibilidad respecto de la Economía como un todo al analizar su evolución en el tiempo en relación a la evolución del Producto Interno Bruto (PIB) del país.

Una de las bases para el desarrollo del trabajo ha sido el uso de la información financiera de la Compañía y el uso de información de análisis emanada de los Análisis Razonados disponibles junto con la información pública. Sin embargo, también se ha enfrentado la complejidad de conseguir información de un carácter más sensible y por ende de difícil acceso, a lo cual se ha trabajado con supuestos y análisis desarrollados de manera independiente.

Posteriormente al contar con la información necesaria, se realizó la valoración de la Compañía a través del uso del método de Flujos de Caja Descontados, valoración que arrojó un valor de la Compañía equivalente a MUF 7.609, el cual es usado como base para obtener un valor de Patrimonio Económico de la Compañía de MUF 3.654. Dado estos valores, se obtiene un Valor Estimado de la Acción de la Compañía de \$312.

Una vez estimado un Valor de la Acción de la Compañía se ha comparado con el valor de mercado de la acción a la fecha de valoración el cual corresponde a \$340, lo que representa una desviación del precio estimado versus el valor de mercado de un (-)8,35%.

Estos datos son indicativos que dado que se han utilizado supuestos para realizar la valoración, junto con información financiera pública de la Compañía, se pueden estar omitiendo expectativas de mercado sobre el comportamiento de la Compañía y de la acción, lo cual genera desviaciones respecto del precio de cierre, sin embargo, aun cuando el método no es exacto, si permite realizar una estimación razonable del precio.

## II. METODOLOGIA

El método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías<sup>1</sup>.

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

---

<sup>1</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.



### III. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

A continuación se presenta una ficha genérica de Paz Corp S.A. como resumen de las principales características de ésta.

#### Ficha Paz Corp S.A.

	<b>Observaciones</b>
Razón Social	Paz Corp S.A.
Rut	76.488.180-k
Nemotécnico	PAZ
Industria	Inmobiliaria
Regulación	SII SVS Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valparaíso Leyes Laborales

La compañía es controlada por un grupo de accionistas que representan en su conjunto un 44,26% de la propiedad (Anexo n°1). Estos accionistas son Inversiones Globus Limitada (11,44%), Inversiones Brakers Limitada (10,96%), Inversiones Quantum Limitada (10,93%) e Inversiones BYJ Limitada (10,93%).

La estrategia de la Compañía comprende tres principales objetivos<sup>2</sup>:

- a) Efectuar toda clase de inversiones en toda clase de bienes corporales e incorporeales, muebles o inmuebles, y en general, participar en sociedades de cualquier clase, naturaleza u objeto, chilenas o extranjeras, en comunidades y asociaciones;

---

<sup>2</sup> De acuerdo a los últimos Estados Financieros de la Compañía disponible en la página de la Superintendencia de Valores y Seguros bajo normativa IFRS con fecha 30 de Septiembre de 2014.

- b) El estudio, desarrollo, ejecución y explotación de inversiones y negocios inmobiliarios, para lo cual podrá adquirir, enajenar, negociar y disponer en cualquier forma y a cualquier título de bienes raíces urbanos o rurales, pudiendo efectuar loteos, urbanizaciones, construcciones de cualquier naturaleza y venderlas y/o explotarlas por cuenta propia o ajena, así como también, gestionar u otorgar financiamientos asociados a dichos negocios; y
  
- c) Prestar servicios de arquitectura, gestión inmobiliaria y gestión comercial entre otros.

### **Filiales**

La Compañía cuenta con 2 principales filiales, cuya descripción y detalle de operaciones es el siguiente:

#### Inversiones Paz Chile Spa

La Sociedad desarrolla en Chile el negocio inmobiliario a través de sus distintas filiales y coligadas las cuales desarrollan diversos proyectos inmobiliarios. La ejecución de los proyectos inmobiliarios, ya sea por cuenta propia o con terceros, abarca entre otras actividades la investigación de mercado, la búsqueda y compra de terrenos, el diseño arquitectónico y de producto, la coordinación de los proyectos de especialidades, la construcción y comercialización de las viviendas y la post-venta. En Chile, la Sociedad tiene una fuerte presencia en la región metropolitana y también desarrolla proyectos principalmente en las ciudades de Viña del Mar, Antofagasta y Concepción.

#### Inversiones Paz Internacional Spa

Es un importante actor del mercado inmobiliario peruano, en donde participa a través de la sociedad Paz Centenario S.A. cuyos accionistas son Inversiones Paz Internacional (filial de Paz Corp S.A.) con un 50% e Inversiones Centenario S.A. también con un 50%. Paz Centenario S.A. se enfoca en el desarrollo de vivienda vertical, y a través de su filial Villa Club S.A. (ex Paz Centenario Global S.A.) desarrolla proyectos de vivienda horizontal.

Su mercado está dirigido principalmente a la ciudad de Lima. Al igual que en Chile, el enfoque es en los segmentos medios de la población y desarrolla el negocio inmobiliario en Brasil a través de su filial Paz Realty Empreendimentos e Participacoes Ltda., y a través de distintos joint ventures con operadores locales. Paz Realty Empreendimentos e Participacoes Ltda. se enfoca en la vivienda vertical y tiene presencia solo en la ciudad de Sao Paulo.

### **Análisis del sector**

De acuerdo con el Informe Inmobiliario de Collect realizado en la Región Metropolitana de Chile durante el tercer trimestre de 2014, las ventas del sector alcanzaron a 9.301 unidades, lo que representa un total de MUF 37.101. Lo anterior en unidades representa una disminución de 10,9% respecto al trimestre anterior y una leve caída de 0,5% respecto al mismo trimestre de 2013. Del total de unidades vendidas durante el tercer trimestre de 2014, 7.303 (78,5%) corresponden a departamentos y 1.998 (21,5%) corresponden a casas.

Al 30 de septiembre 2014 la oferta (entrega inmediata + en verde), alcanzó las 27.788 unidades equivalentes a MUF 113.256. Lo anterior en unidades representa un aumento de 9,8% respecto al trimestre anterior y un incremento de 5,1% respecto al mismo trimestre de 2013. Del total de unidades ofrecidas en el tercer trimestre del año, 22.849 unidades corresponden a departamentos (82,2%) y 4.939 unidades a casas (17,8%).

Respecto a la evolución de meses para agotar oferta de viviendas nuevas en Santiago, al 30 de septiembre 2014 alcanza 12 meses, cifra mayor a los 11,5 meses a diciembre de 2013. En tanto los meses para agotar oferta de departamentos nuevos en Santiago alcanza los 12,4 meses cifra levemente mayor a lo alcanzado en diciembre 2013 (12,2 meses).

Por otra parte, según los últimos informes del sector inmobiliario peruano correspondientes al tercer trimestre 2014, la oferta total de vivienda multifamiliar en Lima Metropolitana y Callao fue de 9.456 unidades (545 proyectos), principalmente dirigida al NSE B con un 66,9% de participación, reflejando una disminución de 33,9% de unidades ofertadas con respecto al mismo período del 2013 (14.295 unidades). La caída en la oferta de viviendas familiares en Lima Metropolitana y Callao se debe principalmente al incremento en el valor de los terrenos,

debido a la escasez de estos mismos aptos para la construcción, explicado por la falta de un Plan Metropolitano de Desarrollo Integral con zonificaciones bien definidas, sumado en algunos casos a la falta de factibilidad de agua potable y desagüe para nuevos proyectos.

Así mismo, las unidades vendidas del tercer trimestre cayeron un 41,9% respecto al mismo período del año anterior, las cuales generaron un volumen de ventas en soles de S/1.062,38 millones, nivel similar al monto facturado en el tercer trimestre de 2013. De esta forma el precio promedio por metros cuadrados de departamentos aumentó en aproximadamente un 16%.

Respecto a la industria inmobiliaria en Brasil, de acuerdo a informes de Secovi-SP, las unidades vendidas experimentaron una disminución de 48,8% a lo que va del año 2014 (11.587). Medido en moneda local (Reales) las ventas disminuyeron un 36,6%, pasando de MMR 1.552,3 acumulado en 2013 a MMR 984,2 acumulado en 2014. En cuanto a nuevos lanzamientos, medidos en reales, cayeron un 24,1% (MMR 8.166,5) comparado con el mismo periodo del año anterior (MMR 10.757,4). El debilitamiento de estos indicadores se explica principalmente por un menor nivel de crecimiento económico. Sin embargo, el mayor acceso al crédito, el aumento del poder adquisitivo de la población, combinado con programas de incentivos del Gobierno y el alto déficit de vivienda prevén un mejor desempeño para los próximos periodos.<sup>3</sup>

### **Empresas comparables**

Dentro del mercado local, la Compañía se encuentra dentro del Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) en el Índice sectorial de Construcción e Inmobiliarias. Junto con Paz Corp S.A., las compañías que tienen una mayor representatividad en el sector son Besalco S.A., Socovesa S.A. y Salfacorp S.A.

---

<sup>3</sup> Análisis Razonado Paz Corp S.A., 30 de Septiembre de 2014, página 23, 2014.

A continuación hay una breve descripción de cada una de ellas:

Besalco S.A.

Es una sociedad anónima abierta, Rut: 92.434.000-2, y que está inscrita en el Registro de Valores bajo el N°0497 y sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros. La Sociedad mantiene inversiones en diversos sectores de la economía chilena, tales como: Servicios de obras civiles y construcciones que son administrados por Besalco Construcciones S.A.; Negocio inmobiliario a través de Besalco Inmobiliaria S.A. y Besco S.A.C.

En el ámbito internacional; Servicios de maquinarias que es administrado por Besalco Maquinarias S.A.; Servicios de concesiones con inversiones en concesiones de caminos, embalses, cárceles y estacionamientos administrados por Besalco Concesiones S.A.; y el negocio de montajes industriales que es administrado por Besalco MD Montajes S.A.

Socovesa S.A.

La Compañía es una sociedad anónima abierta, inscrita en la Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile. La Sociedad fue constituida por escritura pública de fecha 24 de diciembre de 1982. A partir del 29 de diciembre de 2007, la Sociedad está inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros con el número 983, y está, por lo tanto, sujeta a su fiscalización.

El Grupo de Empresas Socovesa es controlado por el señor Eduardo Gras Díaz y familia. La Sociedad tiene como objeto realizar la ejecución, por cuenta propia o ajena, de toda clase de construcciones, obras y edificaciones; la prestación de toda clase de servicios y asesorías en materias y negocios inmobiliarios; la realización de inversiones en toda clase de bienes inmuebles, sean urbanos o rurales; la planificación, desarrollo y ejecución de loteos, conjuntos habitacionales, deportivos, turísticos, recreacionales o sociales y de toda clase de proyectos inmobiliarios relacionados al negocio de la Compañía.

### Salfacorp S.A.

Es una Compañía que se encuentra inscrita como Sociedad Anónima Abierta en el Registro de Valores bajo el N° 843 desde el 12 de agosto de 2004 y está sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (S.V.S.).

El objeto de la Compañía es el desarrollo de proyectos de ingeniería, construcción montaje, y prestación de servicios a la minería; el desarrollo de proyectos inmobiliarios y la gestión u otorgamiento de financiamientos asociados a los mismos; la prestación de servicios de gestión comercial, inmobiliaria, financiera, económica, jurídica y de recursos humanos; la inversión en bienes corporales o incorporales, muebles o inmuebles, especialmente efectos de comercio, acciones de sociedades anónimas abiertas o cerradas, valores, bonos o debentures; y la promoción, organización, constitución, modificación, disolución o liquidación de sociedades afín o relacionadas al negocio de la Sociedad.

#### **IV. DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA**

De acuerdo a la revisión de los antecedentes financieros y económicos de la Compañía, en particular el informe de colocaciones de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), Paz Corp S.A. presenta una emisión inscrita y no colocada al 30 de septiembre de 2014 por UF 1.500 con un plazo de vencimiento de 10 años.

Sin embargo, la Compañía no presenta endeudamiento a través de la emisión de Deuda Pública (Bonos) de acuerdo a lo revelado en los Estados Financieros y sus Notas complementarias al 30 de Septiembre de 2014 por lo que se concluye que la Compañía no hizo uso de la línea de Bonos inscrita mencionada anteriormente.

## V. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para efectos de nuestro estudio, se ha procedido a convertir las cifras de los Estados Financieros históricos de la Compañía a su equivalente en UF (Anexo n°2) a modo de poder hacer comparable las cifras de distintos momentos del tiempo.

### Deuda Financiera

Para la estimación de la estructura de capital objetivo de la compañía se analizó la información presentada en los Estados Financieros desde 2010 hasta del 30 de Septiembre 2014 para poder determinar la deuda financiera histórica de la Compañía.

La Deuda Financiera de la empresa en miles de pesos chilenos es la siguiente:

Cuadro n°1

<b>Deuda Financiera</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Septiembre 2014</b>
Otros Pasivos Financieros	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>
Corriente	85.565.314	56.104.174	40.656.432	69.460.354	66.644.003
No Corriente	16.722.943	49.403.721	43.351.553	24.930.602	42.232.171
<b>Total Deuda</b>	<b>102.288.257</b>	<b>105.507.895</b>	<b>84.007.985</b>	<b>94.390.956</b>	<b>108.876.174</b>

Y a continuación se presenta el equivalente en miles de UF:

Cuadro n°2

<b>Deuda Financiera (MUF)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Septiembre 2014</b>
Otros Pasivos Financieros					
Corriente	3.988	2.517	1.780	2.980	2.758
No Corriente	779	2.216	1.898	1.070	1.747
<b>Total Deuda Financiera (MUF)</b>	<b>4.767</b>	<b>4.733</b>	<b>3.678</b>	<b>4.049</b>	<b>4.505</b>

Como se observa, los niveles máximos y mínimos de deuda se presentan en los años 2010 y 2012 respectivamente, además, los datos muestran una mediana de MUF 4.505 y una desviación estándar de MUF 470.



### Patrimonio y Valor Económico

En cuanto al Patrimonio de la Compañía y su valor económico, éste se determinó de acuerdo a la cantidad de acciones en circulación al final de cada período de estudio de acuerdo a los Estados Financieros de la Compañía (desde 2010 hasta septiembre de 2014) y se procedió a multiplicar por su valor de cotización a cada fecha.

A continuación se presenta el Patrimonio de la Compañía para cada período de estudio en miles de pesos chilenos y también en miles de UF:

Cuadro n°3

	2010	2011	2012	2013	Septiembre 2014
Número de acciones	281.619.203	281.619.203	281.619.203	281.855.702	283.369.203
Precio de cierre de la acción	523,98	203,08	342,63	302,00	340,00
<b>Patrimonio M\$</b>	<b>147.562.830</b>	<b>57.191.228</b>	<b>96.491.188</b>	<b>85.120.422</b>	<b>96.345.529</b>
<b>Total Valor Económico M\$</b>	<b>249.851.087</b>	<b>162.699.123</b>	<b>180.499.173</b>	<b>179.511.378</b>	<b>205.221.703</b>

	2010	2011	2012	2013	Septiembre 2014
Número de acciones	281.619.203	281.619.203	281.619.203	281.855.702	283.369.203
Precio de cierre de la acción	523,98	203,08	342,63	302,00	340,00
<b>Patrimonio (MUF)</b>	<b>6.878</b>	<b>2.565</b>	<b>4.225</b>	<b>3.652</b>	<b>3.986</b>
<b>Total Valor Económico (MUF)</b>	<b>11.645</b>	<b>7.298</b>	<b>7.903</b>	<b>7.701</b>	<b>8.491</b>

En este caso, se puede observar que los niveles máximos y mínimos del valor económico del Patrimonio de la Compañía se presentan en los años 2010 y 2011 respectivamente, además, los datos muestran una mediana de MUF 7.903 y una desviación estándar de MUF 1.752.

### Estructura de Capital Objetivo

Para poder estimar la estructura de capital objetivo de la Compañía se han tomado los datos desarrollados para la Deuda Financiera y para el Valor Económico del Patrimonio se han promediado los valores anuales de cada razón para determinar P/V y B/V.

Cuadro n°4

	2010	2011	2012	2013	Septiembre 2014	Promedio
<b>P/V</b>	0,59	0,35	0,53	0,47	0,47	<b>0,48</b>
<b>B/V</b>	0,41	0,65	0,47	0,53	0,53	<b>0,52</b>
<b>B/P</b>	0,69	1,84	0,87	1,11	1,13	<b>1,07</b>

	Mínimo	Mediana	Máximo
<b>P/V</b>	0,35	0,50	0,59
<b>B/V</b>	0,41	0,50	0,65
<b>B/P</b>	0,69	0,99	1,84

De esta forma se observa una razón objetivo de P/V de 0,48 veces, una razón objetivo de B/V de 0,52 veces y una razón objetivo de B/P determinada de acuerdo a las razones anteriores de 1,07 veces.

## VI. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### Estimación del Costo Patrimonial

Para la estimación del Beta Patrimonial se ha utilizado el modelo de mercado, analizando los precios y retornos accionarios semanales<sup>4</sup> desde el 1° de Octubre de 2008 hasta el 30 de Septiembre de 2014 de Paz Corp. S.A. utilizando series de dos años cada una para estimar los betas históricos desde la fecha mencionada.

Además, se han extraído las series de precio del Índice General de Precios de Acciones (IGPA), para las mismas fechas mencionadas anteriormente, para determinar la sensibilidad del precio de la acción ante cambios en el comportamiento del mercado.

A continuación se presenta un resumen de los Betas estimados de acuerdo a las series de precios mencionadas utilizando el modelo de mercado CAPM ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$ ).

Cuadro n°5

	2010	2011	2012	2013	2014
Beta de la Acción	0,931703	1,862486	2,341007	2,240739	1,030827
p-value (significancia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001
Presencia Bursátil <sup>5</sup>	99,44%	62,22%	86,67%	85,56%	61,11%

### Estimación del Costo de Capital

Para estimar el Costo de Capital de Paz Corp S.A. se utilizarán como supuestos al 30 de Septiembre de 2014 la tasa libre de riesgo del 1,91% correspondiente a un Bono de la Tesorería a 30 años (BTU-30 al 10 de Septiembre de 2014). Además, se utilizará un Premio por Riesgo de Mercado del 5,93% y se considerará la tasa de Impuesto a las Corporaciones del 25%.

<sup>4</sup> Se ha utilizado el precio de cierre del día viernes de cada semana como precio semanal de la acción

<sup>5</sup> Fuente: [www.bolsadesantiago.cl](http://www.bolsadesantiago.cl)

### Costo de la Deuda (Kb)

Tal como se mencionó en la descripción del financiamiento de la Compañía, ésta no presenta en sus registros financieros Deuda Pública emitida y/o vigente, debido a lo que se ha decidido utilizar el ratio de “Gastos Financieros / Deuda Financiera” como un proxy del Costo de la Deuda de la Compañía.

Cuadro n°6

<b>Determinación del Costo de la Deuda</b>	
Costo de la Deuda:	$\frac{\text{Gasto Financiero}}{\text{Pasivo Financiero}}$
Costo de la Deuda M\$:	$\frac{3.523.295}{108.876.174}$
Costo de la Deuda:	3,24%

El gasto financiero es el registrado en los Estados Financieros antes de la capitalización de intereses<sup>6</sup> y la deuda financiera es la calculada en el apartado respectivo del presente trabajo.

### Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

Utilizando el modelo de mercado CAPM y la tasa de costo de la deuda determinada anteriormente, se ha calculado el beta de la deuda tal que:

$$K_b = R_f + \beta_b * [E(R_m) - R_f]$$

$$3,24\% = 1,91\% + \beta_b * 5,93\%$$

$$\beta_b = 0,223618$$

<sup>6</sup> Estados Financieros Paz Corp S.A. al 30 de Septiembre de 2014, Nota 27 Resultados Financieros, página 86.

### Beta de la Acción ( $\beta_p^{c/d}$ )

Se ha utilizado el Beta de la Acción calculado como Costo Patrimonial equivalente a 1,030827.

### Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta_p^{s/d}$ )

Considerando los Beta de la Acción y de la Deuda, se ha procedido a desapalancar el Beta de la Acción de acuerdo a la estructura de financiamiento actual de la Compañía al 30 de septiembre de 2014.

A continuación se utiliza Rubinstein 1973 para desapalancar ya que se considera a la deuda financiera de la Compañía como riesgosa dado que  $K_b > R_f$ .

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[ 1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - T_c) * \beta_b * \frac{B}{P}$$
$$1,030827 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 0,25) * 1,13] - (1 - 0,25) * 0,223618 * 1,13$$
$$\beta_p^{s/d} = 0,660527$$

### Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_p^{c/d}$ )

Luego se procede a apalancar el Beta sin deuda con la estructura objetivo determinada anteriormente.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[ 1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - T_c) * \beta_b * \frac{B}{P}$$
$$\beta_p^{c/d} = 0,660527 * [1 + (1 - 0,25) * 1,07] - (1 - 0,25) * 0,223618 * 1,07$$
$$\beta_p^{c/d} = 1,009777$$

### Costo Patrimonial (Kp)

A continuación se utiliza el modelo de mercado CAPM para determinar la tasa de costo patrimonial.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * [E(R_m) - R_f]$$
$$K_p = 1,91\% + 1,009777 * 5,93\%$$
$$K_p = 7,90\%$$

### Costo de Capital (K0)

Por último, se procede a la estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC – WACC).

$$K_0(WACC) = K_p * \frac{P}{V} + (1 - T_c) * K_b * \frac{B}{V}$$
$$K_0(WACC) = 7,90\% * 0,48 + (1 - 0,25) * 3,24\% * 0,52$$
$$K_0(WACC) = 5,08\%$$

A continuación se presenta un cuadro resumen con las todas variables calculadas en este capítulo.

Cuadro n°7

<b>Estimación de Tasas y Betas</b>	
Costo de Deuda (Kb)	3,24%
Beta de la Deuda	0,223618
Beta Patrimonial sin deuda	0,660527
Beta Patrimonial con deuda (Estimado)	1,030827
Beta Patrimonial Apalancado	1,009777
Premio por riesgo de mercado (PRM)	5,93%
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	1,91%
Costo Patrimonial (Kp)	7,90%
Tax Rate	25%
B/P (Actual)	1,13
B/P (Objetivo)	1,07
P/V (Objetivo)	0,48
B/V (Objetivo)	0,52
Costo de Capital (WACC)	5,08%

## VII. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

A continuación se presenta la evolución de las ventas de la Compañía durante el período en estudio y la tasa de crecimiento de éstas. Se ha decidido utilizar las ventas como un todo ya que si bien la Compañía realiza una separación geográfica de las ventas (Chile, Perú y Brasil), durante el período en estudio las ventas en Chile representaron más de un 80% del total, por lo que no se consideró la clasificación geográfica al ser poco relevante (Anexo n°3).

Cuadro n°8

Ingresos de actividades ordinarias (MUF)	(1)			(2)	
	2010	2011	2012	2013	2014e
Total anual	2.494	3.091	5.003	3.787	4.439
Variación porcentual	-	24%	62%	-24%	17%

(1) Se utiliza el comparativo del Analisis Razonado 2011 para calcular proporcionalmente la distribución de Ingresos para 2010.

(2) Se ha realizado la estimación del año completo considerando el resultado de 9 meses y amplificandolo por los 12 meses del año.

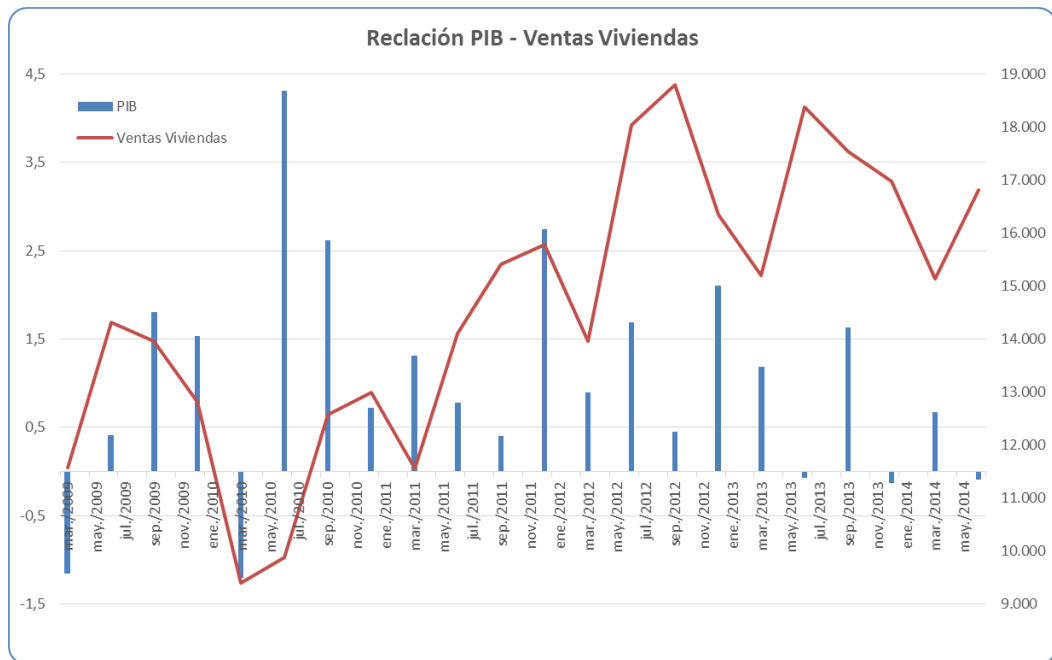
A continuación se realiza la estimación de las tasas de crecimiento de la Industria, las cuales se calcularon de acuerdo a los datos extraídos desde la página de la Cámara Chilena de la Construcción ([www.cchc.cl](http://www.cchc.cl)). Además, se ha estimado el segundo semestre 2014 de acuerdo a la proporción histórico que tiene el segundo semestre en las ventas anuales.

Cuadro n°9

		Ventas	Proporción	Tasa Crecimiento		
2010	Sem. I	19.274	42,99%			
	Sem. II	25.560	57,01%			
	<b>Total</b>	<b>44.834</b>	<b>100,00%</b>		-	
2011	Sem. I	25.667	45,14%			
	Sem. II	31.198	54,86%			
	<b>Total</b>	<b>56.865</b>	<b>100,00%</b>		<b>26,83%</b>	
2012	Sem. I	31.995	47,66%			
	Sem. II	35.140	52,34%			
	<b>Total</b>	<b>67.135</b>	<b>100,00%</b>		<b>18,06%</b>	
2013	Sem. I	33.580	49,31%			
	Sem. II	34.515	50,69%			
	<b>Total</b>	<b>68.095</b>	<b>100,00%</b>		<b>1,43%</b>	
2014	Sem. I	31.942	46,27%			
	Sem. II e	37.085	53,73%			
	<b>Total</b>	<b>69.027</b>	<b>100,00%</b>		<b>1,37%</b>	
					46,27%	<b>Promedio 4 años Sem. I Total estimado 2104 2014 Sem. II estimado</b>
					69.027	
					37.085	

Para poder estimar las perspectivas de crecimiento de la industria para los años a proyectar (2014 al 2018), se ha utilizado el supuesto que la industria tiene un comportamiento que se relaciona de forma directa con el comportamiento de la economía. Para soportar este supuesto, se ha realizado un análisis de tendencia del comportamiento de las ventas de viviendas respecto de la variación del PIB.

Figura n°1



De esta forma podemos inferir que la proyección de crecimiento de la industria va de la mano con la proyección del PIB. Dado lo anterior, se ha relacionado ambas variables a través del Beta de la Compañía como un estimador de la sensibilidad de la industria para obtener un proxy de la respuesta de ésta respecto del comportamiento estimado del mercado.

Cuadro n°10

	PIB estimado	Beta Paz	Tasa Crecimiento Esperado
<b>2015</b>	3,00%	1,030606849	3,09%
<b>2016</b>	4,30%	1,030606849	4,43%
<b>2017</b>	4,70%	1,030606849	4,84%
<b>2018</b>	4,80%	1,030606849	4,95%



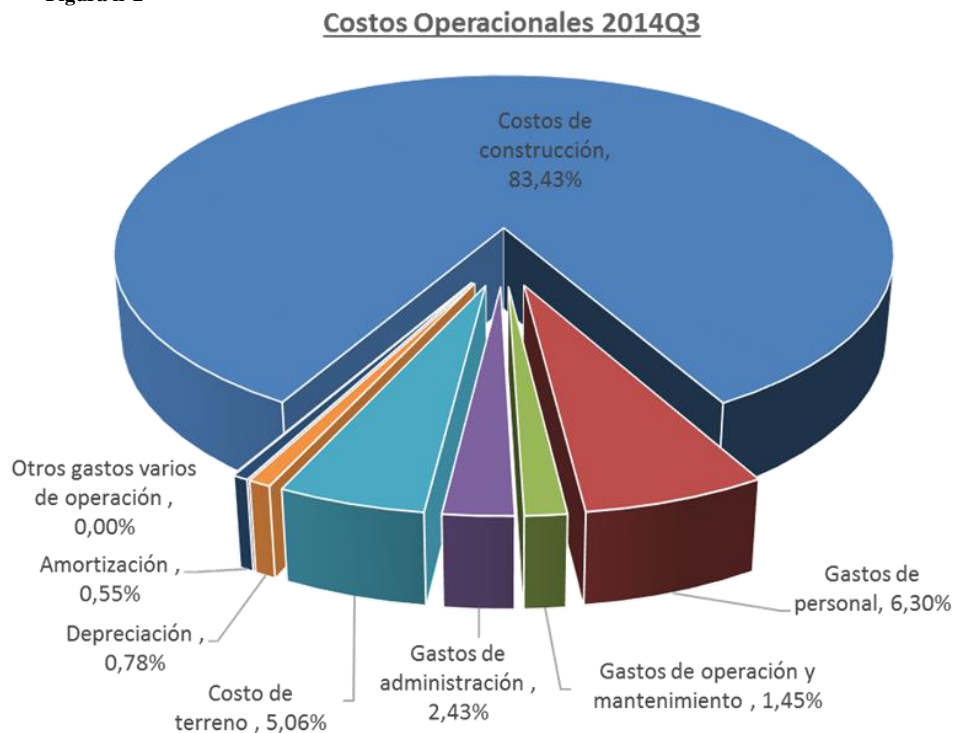
Para el PIB estimado para 2015 se ha utilizado la proyección del IPOM a diciembre 2014, mientras que para los años 2016-2018, se ha utilizado el Informe de Finanzas Públicas - Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2015 de Octubre 2014 emitido por la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

Una vez realizadas las estimaciones de la industria, es necesario realizar un análisis de los componentes del costo de la Compañía, así como también las cuentas no operacionales y la composición de los activos de ésta.

### **Análisis de Costos de Operación**

Los costos operacionales de la Compañía están compuestos principalmente por aquellos costos relacionados directamente con las actividades de construcción. Dentro de estos encontramos, principalmente, los costos de construcción que representan un 83%, los gastos de personal con un 6,3% y los costos de terrenos con un 5% a septiembre de 2014. A continuación se presenta una gráfica con la clasificación de costos de la Compañía.

**Figura n°2**



### **Análisis de Cuentas No Operacionales**

Para las partidas no operacionales del Estado de Resultados, se ha realizado la clasificación entre Recurrente y No Recurrente de acuerdo al siguiente análisis.

Las partidas clasificadas como “recurrentes” representan aquellas transacciones que si bien no forman parte del negocio principal de la Compañía, sí son necesarias para que ésta pueda operar de la manera definida por la Administración superior.

Las partidas clasificadas como “no recurrentes” son aquellas que no forman parte del negocio principal de la Compañía y que tampoco son necesarias para el desarrollo de la actividad de la misma, pero que sin embargo, emanan debido a la participación de la Compañía en la economía (tales como diferencias de cambio, impuestos, etc.). A continuación, se presenta un cuadro resumen con la clasificación de acuerdo al análisis mencionado anteriormente.

**Cuadro n°11**

<b>PARTIDAS NO OPERACIONALES</b>	<b>CLASIFICACIÓN</b>
Otros ingresos, por función	Recurrente
Otras ganancias (pérdidas)	Recurrente
Ingresos Financieros	Recurrente
Costos financieros	Recurrente
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	No Recurrente
Diferencias de cambio	No Recurrente
Resultado por unidades de reajuste	No Recurrente
Gasto por impuestos a las ganancias	No Recurrente
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	No Recurrente

## Análisis de Activos

Se ha realizado una clasificación de los activos de la Compañía de acuerdo a su relevancia para el desarrollo del negocio de la Compañía en Activos Operacionales y Activos no Operacionales.

Cuadro n°12

MUF	Total Sept 2014	Proporción Sept 2014
<b>Activos Operacionales</b>		
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.018	8,49%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.061	8,85%
Inventarios	3.813	31,80%
Propiedades, planta y equipo	105	0,88%
Otros activos no financieros no corrientes	4.329	36,11%
<b>Activos No Operacionales</b>		
Activos Financieros	46	0,38%
Activos no financieros	73	0,61%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participaci	928	7,74%
Otros activos	615	5,13%
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>11.988</b>	<b>100,00%</b>

Dentro de los Activos Operacionales los de mayor participación relativa dentro del total de Activos se encuentran los Inventarios, comprendidos principalmente por bienes raíces para los cuales su fecha de inicio de escrituración es menor o igual a 12 meses contados desde la fecha de reporte.

El otro componente importante de los Activos Operacionales son aquellos denominados como “Otros activos no financieros no corrientes” y corresponden a bienes raíces para los cuales su fecha de inicio de escrituración fecha mayor a 12 meses contados desde la fecha de reporte más las obras en curso para futuros proyectos.

Dentro de los activos no operacionales se encuentran principalmente las inversiones en empresas relacionadas, las cuentas con empresas relacionadas, intangibles incluyendo plusvalía, derechos por cobrar y las cuentas de impuestos corrientes e impuestos diferidos.

## VIII. PROYECCIÓN DE EERR

### Proyección de Ingresos Operacionales

Tal como se mencionó anteriormente, la proyección se realizó considerando los ingresos por ventas como un todo, sin distribución geográfica dada su poca relevancia para el estudio (Anexo n°3). Por otra parte, la metodología de estimación para el último trimestre de 2014 fue proporcional a lo transcurrido del año (el saldo acumulado a septiembre dividido en nueve meses y amplificado por doce meses).

Así mismo, para los años 2015-2018 se realizó en base a la sensibilización del Beta de la empresa respecto del PIB, considerando la estimación realizada por la Dirección de Presupuesto del Ministerio de Hacienda, y luego multiplicando este índice de crecimiento por las ventas totales del año inmediatamente anterior. El resultado de esta proyección se puede observar en el Anexo n°4.

### Proyección de Costos Operacionales

Para la estimación de los costos operacionales, se ha utilizado la clasificación de los costos diferenciando los Costos de Venta, los Gastos de Administración y los Otros Gastos (por función).

Se ha calculado la proporción que representa cada concepto del costo respecto de las ventas y se ha calculado el promedio durante el período de estudio (Anexo n°5). Luego, se ha aplicado el promedio de la proporción a cada concepto del costo, tal que:

Cuadro n°13

#### Proyección de Costos de Ventas y Gastos de Administración y Ventas

COSTOS OPERACIONALES MUF	2015e	2016e	2017e	2018e
Costo de ventas	(3.501)	(3.656)	(3.833)	(4.023)
Gasto de administración	(616)	(643)	(675)	(708)
Otros gastos, por función	(2)	(2)	(2)	(3)

### Proyección Resultado No Operacional

De acuerdo a la clasificación de partidas Recurrentes y No Recurrentes, se ha definido el siguiente criterio de proyección.

Cuadro n°14

<b>PARTIDAS NO OPERACIONALES</b>	<b>CLASIFICACIÓN</b>	<b>CRITERIO DE PROYECCIÓN</b>
Otros ingresos, por función	Recurrente	Fórmula de Crecimiento
Otras ganancias (pérdidas)	Recurrente	Promedio 3 años movil
Ingresos Financieros	Recurrente	Fórmula de Crecimiento
Costos financieros	Recurrente	Promedio 3 años movil
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	No Recurrente	Último año fijo
Diferencias de cambio	No Recurrente	Último año fijo
Resultado por unidades de reajuste	No Recurrente	Último año fijo
Gasto por impuestos a las ganancias	No Recurrente	Cálculo anual
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	No Recurrente	Último año fijo

La “Fórmula de Crecimiento” hace referencia a la fórmula de crecimiento exponencial, con la cual a través de una serie de datos se puede estimar la tendencia de la serie y proyectar el valor para los siguientes escenarios.

La metodología del promedio de 3 años móvil se utiliza dado que los datos no muestran una tendencia asociada a la fórmula de cálculo exponencial, por lo que se asume un comportamiento similar a los 3 años inmediatamente anteriores.

Para las partidas No Recurrentes se ha decidido utilizar la proyección de 2014 anual y dejar ese valor fijo para los siguientes años de la proyección. Los resultados de la proyección se muestran en el Anexo n°6.

## **IX. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE**

A partir de los Estados de Resultados proyectados desde 2014e hasta 2018e, se ha procedido a proyectar el primer año de la proyección implícita o Terminal Value que corresponde al año 2019e. Para esta estimación se han utilizado los mismos supuestos aplicados a todos los años de la proyección (Anexo n°7).

Para poder determinar los Flujos de Caja Libre proyectados, este procedimiento se ha separado en dos etapas, primero la proyección del Flujo de Caja Bruto y posteriormente a partir de éste, se procede a proyectar el Flujo de Caja Libre.

### **Estimación del Flujo de Caja Bruto**

Se ha procedido a estimar el Flujo de Caja Bruto para cada período proyectado, incluido el cuarto trimestre del año 2014, considerando los siguientes supuestos para cada una de las partidas.

#### Depreciación y Amortización

Para ambos conceptos, se ha utilizado el monto estimado para el año 2014 completo y se ha procedido a mantener ese valor fijo para los años de proyección.

#### Costos e Ingresos Financieros

Para ambos conceptos se ha considerado el monto proyectado y se ha procedido a reponer o deducir, según sea el caso, antes de impuesto dada su calidad de partida recurrente.

#### Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación

Este concepto comprende las partidas de Otros Ingresos (por función), Otras Ganancias (pérdidas), Participaciones en asociadas, Diferencias de Cambio y Resultado por unidades de reajuste.

Para estas partidas se ha considerado su monto proyectado y se han deducido o repuesto después de impuesto dado que son principalmente partidas no recurrente.

A continuación se presentan los ajustes al Estado de Resultados proyectado para poder determinar el Flujo de Caja Bruto, además, se incluye la proyección del cuarto trimestre de 2014 calculado como la diferencia entre la proyección del año 2014 completo menos el resultado real acumulado a septiembre 2014.

**Cuadro n°15**

Ajustes	Real		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
	Sept 2014	4to Trim 2014e					
<b>Resultado Proyectado</b>		<b>208</b>	<b>335</b>	<b>360</b>	<b>378</b>	<b>387</b>	<b>411</b>
+ Depreciación Y Amortización		12	46	46	46	46	46
- Ingresos Financieros (antes de impuestos)		(10)	(57)	(46)	(44)	(44)	(44)
+ Costos Financieros (antes de impuestos)		11	96	68	70	78	72
-Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación (después de impuestos)		(33)	(21)	(18)	(22)	(18)	(19)
<b>Flujo de Caja Bruto</b>		<b>187</b>	<b>399</b>	<b>410</b>	<b>428</b>	<b>449</b>	<b>467</b>

### **Estimación del Flujo de Caja Libre**

A partir del Flujo de Caja Bruto, se procede a realizar los ajustes relacionados a las Inversiones de Reposición, Inversiones en Nuevos Proyectos y la necesidad de Capital de Trabajo para de esa forma poder determinar los Flujos de Caja Libre.

### Inversión de Reposición

Un buen estimador de este tipo de desembolso es el CAPEX de mantención de la empresa, sin embargo no se encontró este indicador en la información pública de la Compañía, por lo que se ha usado como proxy el 50% de la depreciación ya que se ha considerado como el desembolso mínimo que permitiría mantener la correcta operación de los activos de la Compañía.

**Cuadro n°16**

	4to Trim 2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
<b>Depreciación y Amortización proyectada</b>	<b>208</b>					
Depreciación Y Amortización	12	46	46	46	46	46
<b>Estimación de Inversión de Reposición</b>						
Inversión de Reposición	(6)	(23)	(23)	(23)	(23)	(46)

Este supuesto se mantiene para todos los años de proyección a excepción la correspondiente al Terminal Value (2019e), año en el cual la Inversión de Reposición corresponde al 100% de la depreciación.

### Inversión en Nuevos Proyectos

Un buen estimador de este tipo de desembolso es el CAPEX de crecimiento (o de inversión) de la empresa, sin embargo no se encontró este indicador en la información pública de la Compañía. Debido a lo anterior se ha considerado la proporción de Propiedad, Planta y Equipo de los últimos 3 períodos de estudio sobre los Ingresos de Explotación y luego se ha obtenido el promedio de estas proporciones. Se utiliza este espacio temporal ya que la información es más actualizada y por ende se considera que representa de mejor forma la tendencia de este desembolso.

Posteriormente se ha aplicado sobre las ventas estimadas de 2014 (anual) a 2018e el promedio de la proporción y se ha procedido a utilizar como proxy de este desembolso. Este supuesto incluye el Terminal Value (2019e) y considera que los incrementos anuales corresponden exclusivamente a nuevas inversiones dado que la inversión de reposición no incrementa la vida útil de los bienes ni su valor.

Cuadro n°17

	2012	2013	Sept 2014	
<b>Análisis de CAPEX</b>				
Ingresos de actividades ordinarias	5.003	3.787	3.330	
Propiedades, planta y equipo	270	122	105	
				<b>Promedio</b>
<b>Proporción sobre Ingresos (PP&amp;E / Ingresos)</b>	<b>5,40%</b>	<b>3,21%</b>	<b>3,16%</b>	<b>3,93%</b>

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
<b>Estimación de Nuevas Inversiones (CAPEX)</b>						
Ingresos de actividades ordinarias proyectadas	4.439	4.577	4.779	5.011	5.259	5.519
<b>Nuevas Inversiones (CAPEX)</b>	<b>(174)</b>	<b>(180)</b>	<b>(188)</b>	<b>(197)</b>	<b>(206)</b>	



### Inversión en capital de trabajo

Para la estimación de la inversión en capital de trabajo se ha determinado el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) considerando aquellos activos y pasivos que no generan intereses, los cuales se señalan en el Anexo n°8. Considerando los diferenciales de activo y pasivos y los ingresos de actividades ordinarias, se ha calculado el RCTON (CTON/Ventas), el promedio de días de operación y los días a financiar.

Cuadro n°18

	2010	2011	2012	2013	Sept 2014
CTON	4.703	6.561	5.227	4.408	5.263
Ingresos de actividades ordinarias	2.494	3.091	5.003	3.787	3.330
RCTON (% sobre ventas)	188,57%	212,25%	104,48%	116,39%	158,06%
CTON (días de ventas)	679	764	376	419	569
				<b>Promedio (2010-2013)</b>	<b>560</b>
				<b>Días a financiar</b>	<b>-10</b>

Con los resultados de la estimación anterior, se ha calculado el déficit o exceso de Capital de Trabajo para el cuarto trimestre de 2014. En este caso se ha multiplicado los días de exceso de capital de trabajo por el diferencial de las ventas proyectadas para 2015 y 2014 dividido por la cantidad de días del año, para los que se ha usado la convención de 360 días.

Cuadro n°19

Cifras en Miles de UF	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ingresos de actividades ordinarias	4.439	4.577	4.779	5.011	5.259	5.519
<b>Exceso (déficit) de capital de trabajo</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>	<b>(6)</b>	<b>(7)</b>	<b>(7)</b>	

Una vez determinados estos ajustes, se procede a construir el Flujo de Caja Libre que se presenta en el cuadro a continuación.

Cuadro n°20

Ajustes	Real	4to Trim					
	Sept 2014	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
<b>Flujo Projectado 4to Trimestre 2014</b>		<b>208</b>	<b>335</b>	<b>360</b>	<b>378</b>	<b>387</b>	<b>411</b>
+ Depreciación Y Amortización		12	46	46	46	46	46
- Ingresos Financieros (antes de impuestos)		(10)	(57)	(46)	(44)	(44)	(44)
+ Costos Financieros (antes de impuestos)		11	96	68	70	78	72
-Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación (después de impuestos)		(33)	(21)	(18)	(22)	(18)	(19)
<b>Flujo de Caja Bruto</b>		<b>187</b>	<b>399</b>	<b>410</b>	<b>428</b>	<b>449</b>	<b>467</b>
- Inversión de Reposición		(6)	(23)	(23)	(23)	(23)	(46)
- Nuevas Inversiones		(44)	(180)	(188)	(197)	(206)	
+ Exceso de capital de trabajo		(4)	(5)	(6)	(7)	(7)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>		<b>134</b>	<b>191</b>	<b>193</b>	<b>202</b>	<b>212</b>	<b>420</b>

## X. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

Para determinar el Valor de Mercado de la Compañía, junto con el descuento de los Flujos de Caja Libre proyectados en los apartados anteriores, se debe determinar aquellos ítems adicionales que también aportan al valor económico de la Compañía.

### Superávit (déficit) de Capital de Trabajo

Se calculó el superávit (déficit) de Capital de Trabajo al 30 de septiembre de 2014 para incluirlo en el cálculo del Patrimonio Económico de la Compañía. Para esto se consideró el Ingreso de Actividades Ordinarias proyectadas para 2014 y se multiplicó por el CTON promedio en términos de días y se luego se dividió por los días del año (360) para obtener el superávit o déficit de Capital de Trabajo.

Cuadro n°21

Ingresos de actividades ordinarias proyectadas 2014 (Iproy14)	4.439
CTONPromedio (Días)	560
CTON Septiembre 2014	5.263
Iproy14 / 360 días * CTONPromedio	6.900
<b>Superávit (déficit) de Capital de Trabajo</b>	<b>(1.637)</b>

### **Identificación de los Activos Prescindibles**

Para efectos de determinar los Activos Prescindibles de la Compañía, se ha determinado como tal a aquellos definidos como Activos No Operacionales al 30 de septiembre de 2014. La definición consideró aquellos activos que no son parte del Core Business de la Compañía y que por ende pueden ser vendidos en cualquier momento sin perder una parte significativa de su valor.

**Cuadro n°22**

<b>Activos prescindibles al 30 de Septiembre de 2014</b>		
<b>Activos Corrientes</b>	<b>Miles CLP</b>	<b>Miles UF</b>
Activos Financieros	1.102.716	46
Activos no financieros	1.765.876	73
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	22.437.531	928
Otros activos no financieros, no corrientes	12.688.211	525
Otros activos	14.858.044	615
<b>Total de Activos Prescindibles</b>	<b>52.852.378</b>	<b>2.187</b>

Dentro de los activos no operacionales se encuentran principalmente las inversiones en empresas relacionadas, las cuentas con empresas relacionadas, intangibles incluyendo plusvalía, derechos por cobrar y las cuentas de impuestos corrientes e impuestos diferidos.

### **Deuda Financiera**

La Deuda Financiera de la Compañía es la determinada en el apartado relacionado con la determinación de la Estructura de Capital de la Compañía.

Luego de determinar los Flujos de Caja Libre, se procede a su descuento utilizando la Tasa de Descuento (WACC) determinada anteriormente. Dado que los Flujos de Caja Libre proyectados y la tasa de descuento son estimados en bases anuales, el descuento de los mencionados flujos se ha realizado a Diciembre de 2014.

Una vez descontados los flujos a Diciembre 2014, se adiciona el Flujo de Caja Libre estimado del cuarto trimestre de 2014 y se procede a descontar con la Tasa de Descuento (WACC) equivalente a tres meses. De esta forma se logra determinar el Valor Presente de los Flujos de Caja Libre proyectados a la fecha de evaluación, la cual corresponde al 30 de septiembre de 2014.

Cuadro n°23

Valoración de Flujos de Caja	4to Trim 2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Flujos de Caja Libre (Septiembre 2014)	134				
Flujos de Caja Libre (Diciembre 2014)		191	193	202	212
Terminal Value					8.283
<b>Flujo de Caja + Terminal Value (Miles de UF)</b>	<b>134</b>	<b>191</b>	<b>193</b>	<b>202</b>	<b>8.495</b>

<b>VAN Flujos a Diciembre 2014</b>	<b>7.499</b>
Flujo 4to Trimestre 2014	134
<b>Flujos descontados Dic 2014 + Flujo Sept 2014</b>	<b>7.633</b>
<b>VAN Flujos a Septiembre 2014 (Miles de UF)</b>	<b>7.609</b>

Una vez obtenido el valor de los flujos descontados, se ha procedido a determinar el Valor del Patrimonio Económico de la Compañía al 30 de septiembre de 2014. Para esto, se ha considerado el valor presente de los flujos proyectados, el déficit del Capital de Trabajo, los Activo Prescindibles y la Deuda Financiera.

Cuadro n°24

<b>Valor de la Empresa (Miles de UF)</b>	
Valor Presente de Flujos de Caja Libre	7.609
- Déficit de Capital de Trabajo	(1.637)
+ Activos Prescindibles	2.187
- Deuda Financiera	(4.505)
<b>Patrimonio Económico (Miles de UF)</b>	<b>3.654</b>

### Valor de Mercado de la Acción

Una vez obtenido el Valor del Patrimonio Económico de la Compañía, se procede a calcular el valor estimado de la acción, dividiendo el monto obtenido sobre el número de acciones en circulación de la Compañía.

Cuadro n°25

Patrimonio Económico (Miles de UF)	3.986
Número de acciones al 30 de Septiembre de 2014	283.369.203
UF al 30 Septiembre 2014	24.168,02
<b>Valor Estimado de la Acción</b>	<b>\$ 312</b>
<b>Valor de Mercado de la Acción al 30 de Septiembre de</b>	<b>\$ 340</b>
<b>Desviación</b>	<b>-8,35%</b>

De acuerdo al cálculo anterior, al realizar la estimación del Valor de la Compañía a través de la proyección de flujos y utilizar el modelo de Flujo de Caja Descontados para su valoración, obtenemos como resultado un precio de mercado estimado de la acción de \$312, el cual está un 8,35% por debajo del precio de cierre de la acción al 30 de septiembre de 2014, el cual fue de \$340.

## **XI. CONCLUSIONES**

La valorización de la Compañía a través del método de Flujos de Caja Descontados arrojó un valor de la Compañía equivalente a MUF 7.609, el cual es usado como base para obtener un valor de Patrimonio Económico de la Compañía de MUF 3.654. Dado estos valores, se obtiene un Valor Estimado de la Acción de la Compañía de \$312.

Una vez estimado un Valor de la Acción de Compañía se compara al valor de mercado a la fecha de valoración el cual corresponde a \$340, lo que representa una desviación del precio estimado versus el valor de mercado del (-)8,35%.

De acuerdo a los datos obtenidos en este trabajo, se puede concluir que la utilización de supuestos para el cálculo base del valor de la Compañía y por ende del precio de la acción, se puede estar omitiendo información sensible respecto de expectativas de mercado y comportamiento de la industria que no se considera en la valoración y por ende existe cierta desviación del precio spot de la acción.

Por lo tanto, se puede concluir que si bien la estimación del precio de la acción a través del método de Flujos de Caja Descontados no es exacto, si permite estimar un precio de la acción dentro de un rango razonable de desviación respecto del precio de mercado a la fecha de evaluación.

## **XII. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS**

### **Páginas de Internet**

- [www.svs.cl](http://www.svs.cl)
- [www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)
- [www.cchc.cl](http://www.cchc.cl)
- [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)
- [www.paz.cl](http://www.paz.cl)

### **Documentos e información pública**

- Estados Financieros de Paz Corp S.A. al 31 de Diciembre de 2010
- Estados Financieros de Paz Corp S.A. al 31 de Diciembre de 2011
- Estados Financieros de Paz Corp S.A. al 31 de Diciembre de 2012
- Estados Financieros de Paz Corp S.A. al 31 de Diciembre de 2013
- Estados Financieros de Paz Corp S.A. al 30 de Septiembre de 2014
- Análisis Razonados de Paz Corp S.A. al 30 de Septiembre de 2014
- Perspectivas Económicas, Las Américas, Desafíos crecientes – Fondo Monetario Internacional, Estudios Financieros y Económicos, Abril 2014.
- Hechos Relevantes de Paz Corp S.A. al 30 de septiembre de 2014
- Informe de Finanzas Públicas, Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2015 – Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile, Octubre 2014.
- Informe de Política Monetaria, Banco Central de Chile, Diciembre 2014.
- Memoria Anual de Paz Corp S.A. al 31 de Diciembre de 2013.



### XIII. ANEXOS

#### ANEXO N°1 – 12 Mayores Accionistas de la Compañía

Período: 09 / 2014 (Ultimo Periodo Informado)			
Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
INVERSIONES GLOBUS LIMITADA	32.416.472	32.416.472	11,44%
INVERSIONES BRAKERS LIMITADA	31.063.544	31.063.544	10,96%
INVERSIONES QUANTUM LIMITADA	30.968.544	30.968.544	10,93%
INVERSIONES B Y J LIMITADA	30.968.544	30.968.544	10,93%
FONDO DE INVERSION LARRAIN VIAL BEAGLE	16.456.932	16.456.932	5,81%
EUROAMERICA C DE B S.A.	13.212.203	13.212.203	4,66%
CONSORCIO C DE B S A	13.196.585	13.196.585	4,66%
BOLSA ELECTRONICA DE CHILE BOLSA DE VALORES	8.877.406	8.877.406	3,13%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	8.677.890	8.677.890	3,06%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	8.452.042	8.452.042	2,98%
ASESORIAS E INVERSIONES PUERTO ABIERTO LTDA	7.749.398	7.749.398	2,73%
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	6.841.322	6.841.322	2,41%

## Anexo N°2 – Estados Financieros en Miles de UF

	2010	2011	2012	2013	Sept 2014
<b>ACTIVOS</b>					
<b>Activos Corrientes</b>					
Efectivo y equivalentes al efectivo	642	772	1.108	1.007	1.018
Otros activos financieros, corriente	407	271	84	5	46
Otros activos no financieros, corriente	9	25	153	35	73
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.120	534	881	424	1.061
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	136	136	50	81	99
Inventarios	3.584	5.564	4.012	3.929	3.813
Activos por impuestos corrientes	35	25	0	12	51
<b>Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta</b>	<b>5.932</b>	<b>7.327</b>	<b>6.288</b>	<b>5.492</b>	<b>6.161</b>
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	0	0	97	0	0
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>5.932</b>	<b>7.327</b>	<b>6.384</b>	<b>5.492</b>	<b>6.161</b>
<b>Activos No Corrientes</b>					
Otros activos financieros no corrientes	0	0	0	0	0
Otros activos no financieros no corrientes	2.128	2.544	3.766	3.594	4.329
Derechos por cobrar no corrientes	23	32	70	130	114
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corriente	274	197	51	21	0
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	800	113	0	881	928
Activos intangibles distintos de la plusvalía	39	152	116	89	72
Plusvalía	53	204	134	93	73
Propiedades, planta y equipo	173	303	270	122	105
Propiedades de inversión	314	309	303	0	0
Activos por impuestos diferidos	229	319	297	161	206
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>4.032</b>	<b>4.173</b>	<b>5.008</b>	<b>5.091</b>	<b>5.827</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>9.965</b>	<b>11.499</b>	<b>11.392</b>	<b>10.583</b>	<b>11.988</b>

	2010	2011	2012	2013	Sept 2014
<b>PASIVOS</b>					
<b>Pasivos Corrientes</b>					
Otros pasivos financieros corrientes	3.427	2.867	2.380	2.980	2.758
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	715	584	789	901	538
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corriente	365	95	0	7	40
Otras provisiones a corto plazo	141	62	80	96	77
Pasivos por impuestos corrientes	0	0	39	46	170
Otros pasivos no financieros corrientes	241	263	216	480	729
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>4.889</b>	<b>3.871</b>	<b>3.504</b>	<b>4.509</b>	<b>4.311</b>
<b>Pasivos No Corrientes</b>					
Otros pasivos financieros no corrientes	728	2.291	2.093	1.070	1.747
Cuentas por pagar no corrientes	422	906	863	567	536
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corriente	84	365	236	193	341
Otras provisiones no corrientes	0	0	9	12	31
Pasivo por impuestos diferidos	87	117	83	59	9
Otros pasivos no financieros no corrientes	176	369	913	344	570
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>1.497</b>	<b>4.048</b>	<b>4.197</b>	<b>2.244</b>	<b>3.234</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>6.386</b>	<b>7.919</b>	<b>7.701</b>	<b>6.753</b>	<b>7.546</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital emitido	2.946	2.836	2.279	2.236	2.172
Ganancias (pérdidas) acumuladas	595	655	807	1.123	1.725
Primas de emisión	0	0	489	479	462
Otras reservas	(30)	35	(8)	(14)	87
<b>Total Patrimonio atribuible a los controladores</b>	<b>3.511</b>	<b>3.526</b>	<b>3.567</b>	<b>3.824</b>	<b>4.445</b>
Participaciones no controladoras	67	55	124	6	(3)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.579</b>	<b>3.581</b>	<b>3.691</b>	<b>3.830</b>	<b>4.442</b>
<b>TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO</b>	<b>9.965</b>	<b>11.499</b>	<b>11.392</b>	<b>10.583</b>	<b>11.988</b>

#### ESTADOS DE RESULTADOS POR FUNCIÓN

	2010	2011	2012	2013	Sept 2014
Ingresos de actividades ordinarias	2.494	3.091	5.003	3.787	3.330
Costo de ventas	(2.056)	(2.511)	(3.692)	(2.836)	(2.336)
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>438</b>	<b>580</b>	<b>1.310</b>	<b>951</b>	<b>994</b>
Otros ingresos, por función	24	20	18	29	3
Gasto de administración	(373)	(520)	(773)	(453)	(271)
Otros gastos, por función	(2)	(1)	(5)	0	0
Otras ganancias (pérdidas)	(1)	91	(49)	(81)	(28)
Ingresos Financieros	28	61	63	56	30
Costos financieros	(125)	(202)	(180)	(64)	(33)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	180	5	0	152	72
Diferencias de cambio	(1)	2	1	(5)	14
Resultado por unidades de reajuste	(28)	(32)	(48)	(13)	(28)
<b>Ganancia (pérdida) antes de Impuestos</b>	<b>140</b>	<b>3</b>	<b>336</b>	<b>574</b>	<b>753</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	52	36	(53)	(102)	(130)
<b>Ganancia (pérdida) procedentes de operaciones continuadas</b>	<b>192</b>	<b>39</b>	<b>282</b>	<b>472</b>	<b>623</b>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0	0	(10)	0	0
<b>GANANCIA (PÉRDIDA)</b>	<b>192</b>	<b>39</b>	<b>272</b>	<b>472</b>	<b>623</b>

**ANEXO N°3 – Análisis de segmentación geográfica de los ingresos**

<b>Ingresos de actividades ordinarias (MUF)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>
Chile	2.433	2.679	4.158	3.787	3.623
Variación porcentual	-	10%	55%	-9%	-4%
Proporción	98%	87%	83%	100%	82%
Perú	61	412	845	0	794
Variación porcentual	-	573%	105%	-100%	100%
Proporción	2%	13%	17%	0%	18%
Brasil	0	0	0	0	22
Variación porcentual	-	0%	0%	0%	100%
Proporción	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>2.494</b>	<b>3.091</b>	<b>5.003</b>	<b>3.787</b>	<b>4.439</b>

#### ANEXO N°4 – Proyección de Ingresos Operacionales

	<b>PIB estimado</b>	<b>Beta Paz</b>	<b>Tasa Crecimiento Esperado</b>
(1) <b>2015</b>	3,00%	1,030606849	3,09%
(2) <b>2016</b>	4,30%	1,030606849	4,43%
(2) <b>2017</b>	4,70%	1,030606849	4,84%
(2) <b>2018</b>	4,80%	1,030606849	4,95%

(1) IPOM Dic 2014

(2) Informe de Finanzas Públicas - Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2015, Oct2014, pag 64

#### Proyección de Ingresos Operacionales

<b>Ítem MUF</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Ingresos de actividades ordinarias (ventas)	4.439	4.577	4.779	5.011	5.259

## ANEXO N° 5 – Proyección Costos Operacionales

COSTOS OPERACIONALES						Promedio
	2010	2011	2012	2013	2014e	
Costo de ventas	82,43%	81,23%	73,81%	74,88%	70,16%	76,50%
Gasto de administración	14,94%	16,83%	15,46%	11,95%	8,13%	13,46%
Otros gastos, por función	0,10%	0,04%	0,10%	0,00%	0,00%	0,05%
<b>TOTAL</b>	<b>97,46%</b>	<b>98,10%</b>	<b>89,37%</b>	<b>86,83%</b>	<b>78,29%</b>	<b>90,01%</b>
Detalle						
Costos de construcción	63,86%	78,66%	69,36%	74,48%	65,32%	70,33%
Gastos de personal	12,57%	5,15%	5,04%	5,03%	4,93%	6,54%
Gastos de operación y mantenimiento	1,54%	1,27%	1,53%	1,40%	1,13%	1,37%
Gastos de administración	13,36%	8,89%	7,01%	2,40%	1,90%	6,71%
Costo de terreno	1,02%	1,40%	3,86%	1,13%	3,96%	2,27%
Depreciación	0,97%	1,12%	1,03%	1,08%	0,61%	0,96%
Amortización	0,06%	0,13%	0,42%	0,52%	0,43%	0,31%
Otros gastos varios de operación	4,09%	1,49%	1,12%	0,80%	0,00%	1,50%
<b>TOTAL</b>	<b>97,46%</b>	<b>98,10%</b>	<b>89,37%</b>	<b>86,83%</b>	<b>78,29%</b>	<b>90,01%</b>

## ANEXO N°6 – Proyección Costos No Operacionales

<b>COSTOS NO OPERACIONALES (Recurrentes)</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Otros ingresos, por función	7	4	2	1
Otras ganancias (pérdidas)	(56)	(58)	(51)	(55)
Ingresos Financieros	57	46	44	44
Costos financieros	(96)	(68)	(70)	(78)
<b>COSTOS NO OPERACIONALES (NO Recurrentes)</b>				
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	96	96	96	96
Diferencias de cambio	19	19	19	19
Resultado por unidades de reajuste	(37)	(37)	(37)	(37)
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0	0	0	0

## ANEXO N°7 – Estados de Resultados y Terminal Value (2019e) proyectados

### Estado de Resultado Proyectado

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
<b>ESTADOS DE RESULTADOS POR FUNCIÓN</b>						
Ingresos de actividades ordinarias	4.439	4.577	4.779	5.011	5.259	5.519
Costo de ventas	(3.115)	(3.501)	(3.656)	(3.833)	(4.023)	(4.222)
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>1.325</b>	<b>1.075</b>	<b>1.123</b>	<b>1.178</b>	<b>1.236</b>	<b>1.297</b>
Otros ingresos, por función	4	7	4	2	1	1
Gasto de administración	(361)	(616)	(643)	(675)	(708)	(743)
Otros gastos, por función	0	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
Otras ganancias (pérdidas)	(38)	(56)	(58)	(51)	(55)	(55)
Ingresos Financieros	40	57	46	44	44	44
Costos financieros	(45)	(96)	(68)	(70)	(78)	(72)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	96	96	96	96	96	96
Diferencias de cambio	19	19	19	19	19	19
Resultado por unidades de reajuste	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
<b>Ganancia (pérdida) antes de Impuestos</b>	<b>1.004</b>	<b>447</b>	<b>480</b>	<b>505</b>	<b>516</b>	<b>549</b>
Gasto por impuestos a las ganancias (25%)	(173)	(112)	(120)	(126)	(129)	(137)
<b>Ganancia (pérdida) procedentes de operaciones continuadas</b>	<b>831</b>	<b>335</b>	<b>360</b>	<b>378</b>	<b>387</b>	<b>411</b>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>GANANCIA (PÉRDIDA)</b>	<b>831</b>	<b>335</b>	<b>360</b>	<b>378</b>	<b>387</b>	<b>411</b>



**ANEXO N°8 – Activos y Pasivos que no devengan intereses en Miles de UF**

<b>Cifras en Miles de UF</b>					
<b>Activos que no devengan intereses</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Sept 2014</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	642	772	1.108	1.007	1.018
Otros activos financieros, corriente	407	271	84	5	46
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.120	534	881	424	1.061
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	136	136	50	81	99
Inventarios	3.584	5.564	4.012	3.929	3.813
Activos por impuestos corrientes	35	25	0	12	51
<b>Total</b>	<b>5.924</b>	<b>7.302</b>	<b>6.135</b>	<b>5.457</b>	<b>6.088</b>
<b>Pasivos que no devengan intereses</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Sept 2014</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	715	584	789	901	538
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corriente	365	95	0	7	40
Otras provisiones a corto plazo	141	62	80	96	77
Pasivos por impuestos corrientes	0	0	39	46	170
<b>Total</b>	<b>1.220</b>	<b>741</b>	<b>908</b>	<b>1.049</b>	<b>825</b>