



VALORACIÓN DE SOCOVESA S.A. Por Flujos de Caja

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

**Alumno: Darío Herrera Mora
Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales**

Santiago, julio 2016

Dedicatoria

Dedico la consecución de esta etapa a mi mujer y a mi hija. La ejecución del esfuerzo, la confianza en el logro y mi fe en que se puede estuvieron cimentadas en el más robusto de los pilares de mi vida, mi familia.

Dedicada también a mis padres, quienes forjaron mi actuar; quienes pintaron matices en mi desarrollo para que yo pudiera discernir y elegir, entre un abanico de posibilidades, cuál sería el que mejor me representara. A aquel que le dedicaría el más profundo de los tonos hasta llegar a su contrate ideal, hoy.

También a mi hermano, quien de manera inconsciente me insta a seguir para que, de una u otra manera, forme los rieles en los cuales sus propias inspiraciones se sientan con la libertad de viajar.

Dedicado a mí, por la perseverancia del querer y por la firme certeza del poder...

Tabla de contenidos, ilustraciones y cuadros

RESUMEN EJECUTIVO	5
METODOLOGIA	6
DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	13
BENCHMARK Y EMPRESAS COMPARABLES	16
Cuadro N° 1: Evolución anual PIB 2004 – 2013.....	16
Cuadro N° 2: Tasas de crecimiento promedio 2013 - 2014	19
Cuadro N° 3: Crecimiento real en el precio de las viviendas 2010 - 2015	21
Cuadro N° 4: índice real de precio de viviendas (Sept 2014 – Sept 2015).....	21
Cuadro N° 5: Apertura de cartera proyectos en venta Socovesa S.A.	26
Cuadro N° 6: Distribución por tipo de vivienda	26
Cuadro N° 7: Evolución trimestral de stock viviendas terminadas (2013 – 2014).....	27
Cuadro N° 8: Evolución mensual del saldo en ventas por facturar (2013 – 2014)	28
FINANCIAMIENTO DE SOCOVESA S.A.	34
ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE SOCOVESA S.A.	34
Cuadro N° 9: Evolución pasivos financieros (M\$)	34
Cuadro N° 10: Evolución pasivos financieros (UF)	34
Cuadro N° 11: Patrimonio económico	35
ESTIMACION DEL COSTO PATRIMONIAL DE SOCOVESA S.A.....	36
ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	39
Cuadro N° 13: Costos de operación y gastos de administración	39
Cuadro N° 14: Determinación de los activos prescindibles:	42
ANALISIS DEL CRECIMIENTO	43
Cuadro N° 15: Evolución venta nacional del sector	45
Cuadro N° 16: Tendencia permisos de edificación (2011 – 2015)	45
Cuadro N° 17: Tendencia IMACOM (Índice Mensual de Actividad de la Construcción)	46
Cuadro N° 18: Comparativo IMACON y permisos de construcción	46
Cuadro N° 19: Evolución de los costos de producción (2011 – 2015)	47
Cuadro N° 20: Crecimiento proyectado del comportamiento de la industria	48
Cuadro N° 21: Gráfico de tendencia proyectado de crecimiento trimestral	49
Cuadro N° 22: Crecimiento real Socovesa S.A.	49

Cuadro N° 23: Crecimiento proyectado Socovesa S.A.	50
PROYECCION DE ESTADOS DE RESULTADO.....	51
Cuadro N° 24: Estados de resultado proyectados	51
PROYECCION FLUJO DE CAJA LIBRE SOCOVESA S.A.....	52
Cuadro N° 25: Resumen estimadores del flujo de caja libre	52
Cuadro N° 26: Clasificación de activos y pasivos corrientes	55
VALORACION ECONOMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCION	59
Cuadro N° 25: Resumen valoración por flujo de caja descontado	59
CONCLUSIONES	60
ANEXOS	62

RESUMEN EJECUTIVO

El siguiente análisis presenta y profundiza el estudio de la empresa constructora Socovesa S.A. Principalmente enfocándose en la determinación de la rentabilidad de la compañía; En analizar los flujos de operación, comerciales y financieras; Modelando y obteniendo el precio accionario de acuerdo con la estimación de su valor, por medio del método de Flujo de Caja Descontado.

El resultado que se pretende obtener es el aproximado de mercado para el periodo de determinación, evaluación y descuento de los flujos (Para el presente estudio el día 30 de septiembre de 2015). Por lo tanto, será el reflejo del comportamiento de la industria en la que actúa, de las tendencias macroeconómicas con algún grado de variabilidad en los resultados y recogerá la visión de mercado respecto de la misma para la proyección de las utilidades y el crecimiento del negocio. Se deberán analizar también los indicadores fundamentales de gestión que tuvo la compañía en los periodos inmediatamente anteriores (5 años) a la determinación y así abordar la gestión operativa de sus activos y el nivel de apalancamiento para la generación de valor.

Pues bien, el valor teórico de la acción, vale decir el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad será lo que esperamos obtener de ella, con premisa fundamental en el concepto de la perpetuidad en sus flujos o la obtención de un valor terminal.

No obstante, siendo el componente final un valor implícito y extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos que establecen las proyecciones de largo plazo, se ajustará y comparará al valor real asignado por el mercado (Precio accionario).

METODOLOGIA

Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

a. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

b. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del 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.

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.

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.

c. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos :

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m2 construido en retail)

La construcción y desarrollo, así también la estimación y estructura de cálculo para determinar el valor económico de SOCOVESA S.A. se construyó de acuerdo con el método de flujo de caja descontado.

Para la utilización de este modelo fue necesario proyectar los estados financieros de la compañía hasta el año 2020, de acuerdo con el comportamiento de la misma en los periodos inmediatamente anteriores al periodo de cálculo (30-09-2015). Vale decir, entre los años 2011 y 2015 respectivamente.

Para dicha estimación fue indispensable incluir variables del comportamiento de mercado y proyecciones económicas esperadas para los años futuros y en consistencia asignar un proxy en el comportamiento esperado de los resultados de la compañía, que recoja la sensibilidad del modelo estimativo y fije una tendencia lo más real posible.

También, se desagregaron conceptos y partidas contables que componen los estados financieros – operacionales y no operacionales – para estudiar y clasificar el impacto que ellos tienen en la proyección de los flujos futuros de la empresa (Dependiendo de la naturaleza de cada uno).

Finalmente, la estimación del valor accionario de SOCOVESA S.A. siguió la metodología estándar del método de flujo de caja descontado. Lo que por defecto exigió determinar el patrimonio económico; la estructura de capital objetivo; el establecimiento de las betas accionarias; el cálculo de la tasa de costo capital (WACC) y por cierto la asignación de supuestos tanto para el premio por riesgo mercado como para la tasa libre de riesgo.

Sobre esta base se presenta a continuación el estudio.

DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Razón Social Socovesa S.A.

Rut 94.840.000-6

Nemotécnico SOCOVESA

Industria Inmobiliaria y Constructora.

Regulación

Las actividades de Socovesa S.A. están sujetas a una estricta regulación y dependen sus actividades del otorgamiento de permisos y licencias de construcción, uso de suelos y regulaciones ambientales. La industria en general, está sujeta a modificaciones a la actual regulación en cuanto a obtención de permisos, planos reguladores, leyes tributarias, exigencias ambientales e inversión obligatoria. Cualquier cambio de algún regulador pueden afectar la factibilidad y rentabilidad de los proyectos de la empresa. Estas son las principales instituciones reguladoras:

- Municipalidades (Dirección de Obras Municipales, Plan Regulador Comunal, Ordenanza General de Urbanismo y Construcción)
- Ministerio de Obras Públicas (MOP)
- Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU)
- Cámara Chilena de la Construcción
- Empresa de Agua Potable y Alcantarillado (Aguas Andina)
- Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC)
- Comisión Nacional del Medio Ambiente (CONAMA)
- Servicio de Impuestos Internos (SII)
- Superintendencia de valores y seguros (SVS)

Tipo de Operación

La ejecución, por cuenta propia o ajena, de toda clase de construcciones, obras y edificaciones, tales como: viviendas, edificios, puentes, caminos, tranques, obras de regadío, túneles, puertos, aeropuertos y movimientos de tierra; la urbanización y dotación de inmuebles, urbanos o rurales; la prestación de toda clase de servicios y asesorías en materias y negocios inmobiliarios, pudiendo asesorar, proyectar, planificar, organizar, dirigir y administrar todo tipo de obras; 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; la compra, venta, arrendamiento y la comercialización en general de toda clase de bienes inmuebles o de derechos en ellos; el desarrollo y promoción, por cuenta propia o ajena, de negocios inmobiliarios; la inversión en toda clase de bienes muebles, corporales e incorpóras, especialmente acciones, bonos, debentures, efectos de comercio, cuotas o derechos en todo tipo de sociedades, ya sean comerciales o civiles, comunidades o asociaciones y en toda clase de títulos o valores mobiliarios y la constitución de sociedades o asociaciones de cualquier tipo, el ingreso a ellas, sea en calidad de socio o accionista, su modificación y la administración de las mismas.

Filiales

Socoicsa

El área de ingeniería y construcción de esta industria se compone de cuatro sub-áreas: (a) ejecución de proyectos civiles, (b) servicios de ensamblaje industrial, (c) contratos gubernamentales, y (d) reparaciones y demoliciones. Por lo tanto, el nicho de mercado al cual apunta esta filial se centra en la ejecución de proyectos de ingeniería para el sector público y privado.

Almagro S.A.

Que desarrolla proyectos de departamentos en altura principalmente para los segmentos socioeconómicos ABC1 y C2

Socovesa V.S. S.A. (Pilares)

Filial que desarrolla departamentos en altura, en zonas urbanas para los segmentos C2 y C3.

Socovesa Desarrollos Comerciales S.A.

Empresa que cubre el segmento de proyectos inmobiliarios no habitacionales.

Inmobiliaria Socovesa Sur

Filial responsable de los proyectos de la zona sur del país y que nace en el año 2013, post cambio de directorio y aumento de capital de Socovesa Sur. Haciéndose cargo de los derechos sociales de Socovesa Temuco y Socovesa Valdivia.

12 Mayores Accionistas

Nombre	N° de Acciones suscritas y pagadas	% de participación
Inversiones San Miguel Ltda.	303.126.287	24,77%
BTG Pactual Chile SAC de B	235.126.296	19,21%
Inversiones VAUD	158.289.385	12,93%
Moneda SA AFI para pionero		
Fondo de Inversión	104.870.000	8,57%
Inversiones la Cordillera	67.463.156	5,51%
IM Trust SAC de B	52.071.664	4,25%
Compass Small CAP Chile		
Fondo de Inversión	39.016.581	3,19%
Fondo de Inversión BICE		
Chile Small CAP	35.027.880	2,86%
G y A SA	33.218.715	2,71%
BTG Pactual Small CAP Chile		
Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	21.913.167	1,79%
Inversiones y Asesorías LH y Cía.	16.717.161	1,37%
Larraín Vial SA Corredores de Bolsa	16.407.676	1,34%

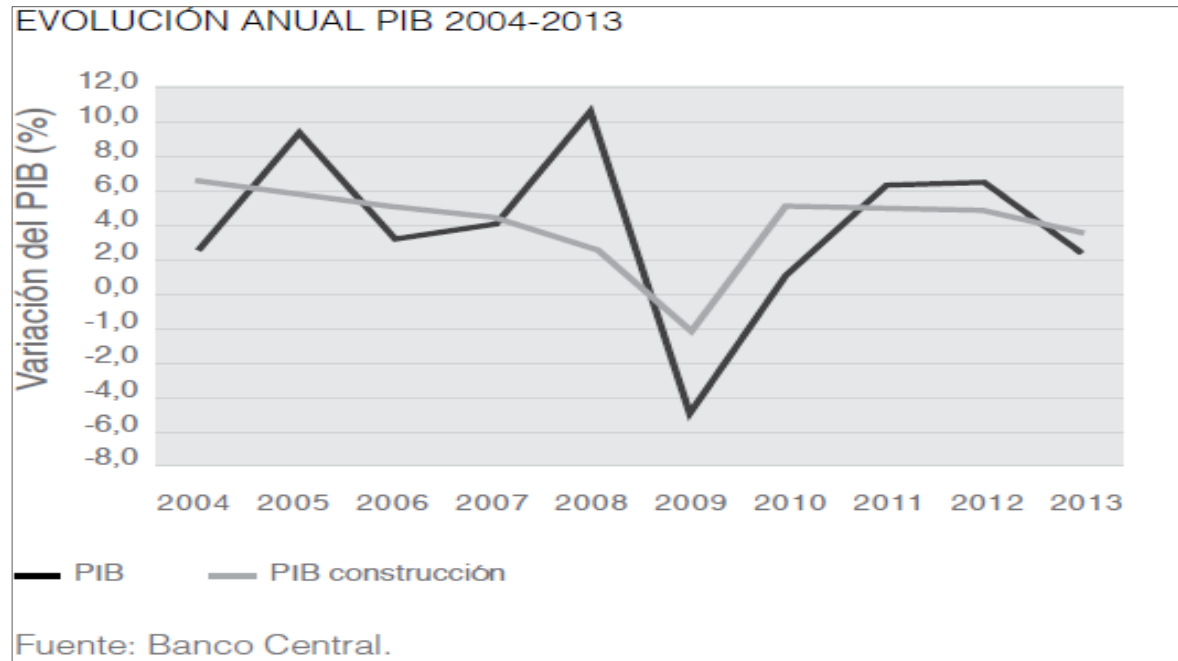
BENCHMARK Y EMPRESAS COMPARABLES

Sector Industrial

De acuerdo con la información publicada por el Banco Central de Chile, la industria de la construcción representa aproximadamente un 7% del Producto Interno Bruto del país.

La industria de la construcción ha estado directamente correlacionada con las fluctuaciones económicas y con tendencia pro cíclica. Vale decir, en periodos de expansión o boom económico este sector industrial crece en proporción más que el promedio, mientras que en periodos de contracción retrocede por sobre el promedio, tal y como lo muestra el siguiente gráfico:

Cuadro N° 1: Evolución anual PIB 2004 – 2013



El mercado de la construcción es sensible al ciclo económico viéndose impactado por variables macroeconómicas como la inflación y la tasa de interés de largo plazo; por el

nivel de empleo y masa salarial; por las políticas de subsidios habitacional vigentes y el nivel de inversión tanto pública como privada en los distintos sectores industriales.

Para ejemplificar le párrafo precedente, es posible evidenciar que el sector construcción se mueve principalmente por dos áreas de negocio, que son las siguientes:

- a) **Desarrollo Inmobiliario**: La ejecución de proyectos de viviendas con y sin subsidio habitacional; proyectos de oficinas; loteos industriales y proyectos comerciales que se llevan a cabo por etapas: (i) análisis de proyectos, (ii) compra de los terrenos, (iii) diseño arquitectónico y urbano, (iv) aprobación gubernamental, (v) construcción de la obra, (vi) comercialización y venta, para finalmente culminar con (vii) la entrega y los servicios de post venta.

Para la valoración del caso en estudio (Socovesa S.A.), su participación es principalmente en los proyectos de vivienda con y sin subsidio a través de sus filiales inmobiliarias.

Este negocio presenta una oferta altamente fragmentada. En esta industria, caracterizada por altos requerimientos de capital asociados a la compra y desarrollo de proyectos, la permanencia en el tiempo de las compañías inmobiliarias viene determinada por su tamaño y solidez financiera. Asimismo, esta industria está caracterizada por el predominio de actores locales; compañías que conocen los intereses, gustos y necesidades del consumidor que están atendiendo y que buscan satisfacerlas a través de proyectos específicos para ese segmento. Esta es la principal razón por la que, generalmente, no se encuentran las mismas empresas compitiendo entre sí en más de un segmento de negocio o en más de un mercado geográfico.

Entre los principales competidores de Socovesa S.A. en el negocio inmobiliario se encuentran las empresas como:

- Aconcagua
- Grupo Paz
- Inmobiliaria Manquehue
- Siena
- Enaco
- Brotec Icafal
- Moller y Pérez Cotapos,
- Fernández Wood.
- Entre otros competidores

b) **Ingeniería y Construcción:** Este subconjunto se descompone a su vez en cuatro sub-áreas: (a) ejecución de proyectos civiles, (b) servicios de ensamblaje industrial, (c) contratos gubernamentales, y (d) reparaciones y demoliciones.

Para la valoración del caso en estudio (Socovesa S.A.), su participación en este negocio lo realiza, a través de su subsidiaria Socoicsa.

Esta rama de la industria de la construcción en Chile está fuertemente atomizada. Sin embargo, la competencia se presenta a escala nacional, observándose las mismas constructoras en grandes obras a lo largo de todo el país. Este, es un negocio de nichos que cuenta con ciclos de inversión independientes y que, para ser rentables, se necesita manejar volumen y eficiencia en la operación.

Entre los principales competidores de Socovesa S.A. en esta división se encuentran las empresas como:

- Sigdo Koppers.
- Salfacorp.
- Echeverría Izquierdo.
- Besalco.
- Ingevec.
- DLP.

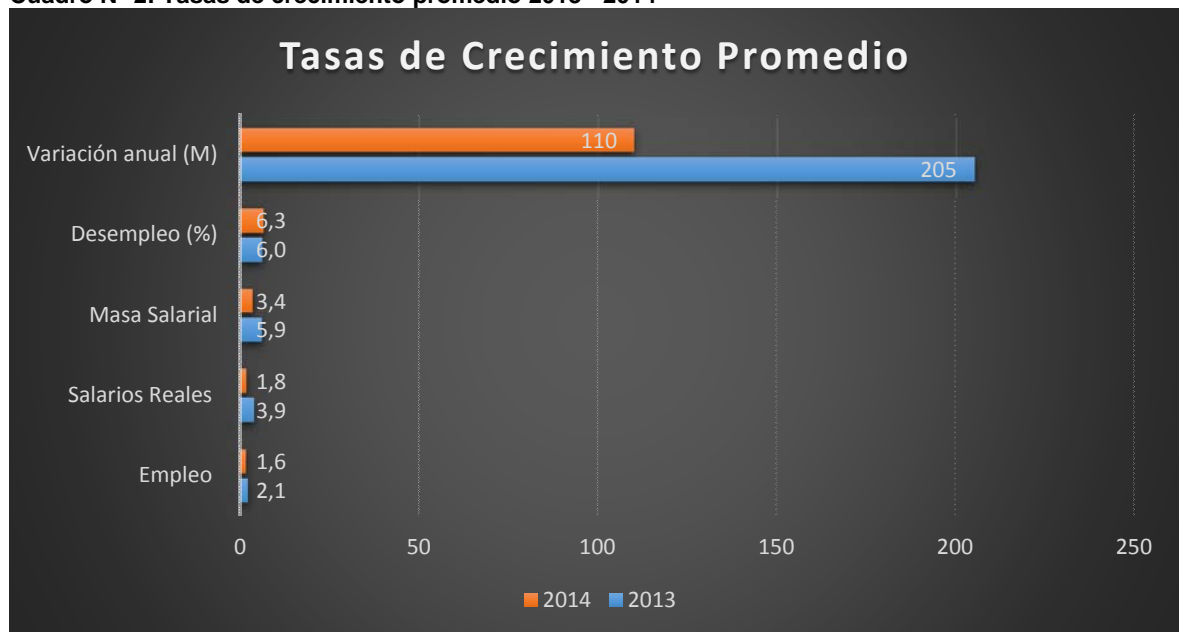
- Bravo Izquierdo.
- Sigro.
- Claro Vicuña Valenzuela.

Si analizamos lo que ha ocurrido en Chile los últimos años, es posible evidenciar que ha presentado un buen crecimiento respecto a los otros países de Latinoamérica. Sin embargo, desde el año 2013 se observa una desaceleración gradual de su actividad económica. Después del auge observado entre el 2010 y 2012, el crecimiento del PIB se redujo en forma importante el 2014, afectado por un retroceso en el sector minero debido al fin del ciclo de inversión y la caída de los precios del cobre.

A esto se sumó un declive en el consumo privado, impactado en parte por el mayor nivel de incertidumbre que se mantuvo en el país durante el año y el deterioro de la confianza de los consumidores y del mundo empresarial. Por su parte, si bien la tasa de desocupación mostró un alza respecto al año 2013, ésta aún se mantiene en niveles de 6,3%, nivel considerado sano para el mercado laboral chileno.

Esto último lo evidenciamos en la siguiente gráfica:

Cuadro N° 2: Tasas de crecimiento promedio 2013 - 2014



Desde el punto de vista financiero, la tasa de interés promedio para créditos se mantuvo en mínimos históricos de diez años. Las colocaciones de vivienda mostraron una expansión anual de 16% en monto y de 5% en número de operaciones, mientras que los indicadores de riesgo del segmento hipotecario continuaron en niveles bajos. La nota negativa desde esta perspectiva se dio por el lado del acceso al crédito hipotecario, que sufrió mayor grado de restricción entre octubre y diciembre de 2014, de acuerdo a la Encuesta de Crédito Bancario. Hoy día la banca tiene un comportamiento restrictivo no otorgando créditos a cualquier persona y más aun restringiendo el % sobre el valor de la vivienda (entre el 80% y el 85%)

En junio de 2014 el Banco Central (División de estadísticas), en conjunto con su División de Política Financiera, publicaron los principales resultados de la implementación de un índice de precios de vivienda en Chile (IPV), que busca monitorear la evolución de los costos de las propiedades residenciales.

Para la elaboración índice se utilizaron las cifras nacionales de transacciones efectivas de viviendas en los registros del Servicio de Impuestos Internos (SII) y se fijó el mismo año base que las cuentas nacionales encadenadas: el 2008. Esto quiere decir que, en este índice, el precio de las viviendas en 2008 equivale a "100" y el resto de los valores trimestrales se calcula en función de éste, como precios hedónicos o de acuerdo con las características diferenciadoras entre una vivienda y otra.

El índice demuestra que el costo de las viviendas se mantiene en tendencia alcista promediando un aumento al mes de septiembre de un 6,6%.

El siguiente cuadro muestra el crecimiento anual del precio de las viviendas (2010 – 2015p):

Cuadro N° 3: Crecimiento real en el precio de las viviendas 2010 - 2015

Crecimiento real en el precio de viviendas (%)				
Año	Mes	CASA	DPTO	GENERAL
2010	Dic.	3,9%	0,7%	2,2%
2011	Dic.	7,0%	7,7%	8,6%
2012	Dic.	6,1%	11,2%	8,6%
2013	Dic.	12,7%	5,1%	5,5%
2014	Dic.	6,8%	14,7%	10,9%
2015	Sep.	5,8%	9,1%	6,6%

El siguiente gráfico muestra la tendencia comparativa entre la variación % en el precio y el índice para el año móvil septiembre 2014 a septiembre 2015:

Cuadro N° 4: índice real de precio de viviendas (Sept 2014 – Sept 2015)



*Fuente: <http://www.cchc.cl/centro-de-informacion/indicadores>

Como información adicional, el sector inmobiliario y la Cámara Chilena de la Construcción señalan cuatro causas para el alza que han experimentado las viviendas nuevas en Santiago:

- I. Escasez de suelo disponible para construir en la ciudad.
- II. El aumento de precios del suelo (Para empresas inmobiliarias).

- III. Regulaciones de suelo y de construcción cada vez más estrictas, trayendo como consecuencia la construcción de edificios con una menor cantidad de departamentos, lo anterior disminuye la oferta y aumenta los precios de éstos.
- IV. Aumento en los costos de la mano de obra en el sector de la construcción.

Al margen: “Según estudios del Profesor Pablo Trivelli, hay por lo menos 10 mil hectáreas disponibles para renovación urbana en Santiago, con una buena ubicación y de bajo costo para desarrollar nuevos proyectos, por lo tanto, la escasez de suelo no es real”.

De acuerdo al estudio realizado por la Universidad de Chile, los precios pagados por las inmobiliarias, de acuerdo al registro del Conservador de Bienes Raíces entre 2000 y 2012, se mantuvieron estables, con muy poca variación, en la comuna de Santiago, por anterior basado en que las inmobiliarias grandes compran terrenos a bajo costo y en forma permanente lo que les asegura tener disponibilidad de terrenos para construir.

Por su parte, el negocio inmobiliario no residencial registró, de acuerdo a lo esperado, la mayor producción histórica de oficinas clase A+ y A, con la entrega de 236.364 m². La absorción de espacios totalizó los 138.967 m², por sobre el promedio anual de la industria. No obstante, la significativa ocupación del año y la vacancia de oficinas alcanzaron un 8,73%, correspondiente a 193.038 m².

Importante es destacar que dicho porcentaje está fuertemente afectado por la alta tasa de vacancia que experimentó el mercado de Santiago Centro, la que superó el 19%.

Para los mercados donde participa Socovesa S.A. – a través de Socovesa Desarrollos Comerciales – esto es Providencia y Las Condes, se experimentaron tasas de vacancia en torno al 6%, siendo éste un rango estable en mercados más desarrollados (El que habitualmente se mueven entre el 6% y 8%).

A nivel de mercado, los precios promedio mostraron una leve caída. Sin embargo, en ubicaciones prime estos han aumentado, dando cuenta de la relevancia a la hora de la selección de la ubicación del proyecto.

De acuerdo a los datos de la consultora “Real Data Consultores Inmobiliarios” y a la facturación de la Compañía durante el último trimestre del año 2013 y los tres primeros trimestres del año 2014, “Empresas Socovesa” mantuvo una participación en el mercado inmobiliario de casas nuevas de la Región Metropolitana, en las comunas en las que participa, de un 12,9% y del 8,5% en el mercado de departamentos nuevos.

Marco Legal

El marco legal en el que se desenvuelve la Sociedad se encuentra establecido en la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas; Reglamento de Sociedades Anónimas; Ley 18.045 de Mercados de Valores, la normativa aplicable de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS) y los Estatutos Sociales de Socovesa S.A.

Así mismo, por ser una compañía constructora e inmobiliaria Socovesa S.A. está sujeta a lo dictaminado en la Ley General de Urbanismo y Construcciones; La Ordenanza General de Urbanismo y Construcciones; La Ley sobre Copropiedad Inmobiliaria y La Ley de Protección de Derechos del Consumidor.

El efecto de esta normativa dice relación con el cumplimiento de estándares legales mínimos en el desarrollo de sus proyectos, la venta de los mismos y la responsabilidad post venta del producto. A su vez, al tratarse de leyes con modificaciones ocasionales, cuando estas ocurren se cuenta con plazos razonables para adaptar los proyectos a las nuevas normas, sin producirse impactos económicos relevantes o materiales.

Actividades y negocios.

“Empresas Socovesa” es una compañía inmobiliaria y constructora verticalmente integrada y cuya cadena de valor abarca desde la decisión de llevar a cabo un proyecto hasta el servicio de postventa.

Socovesa S.A. realiza sus actividades principalmente en el área de desarrollo inmobiliario y en el área de ingeniería y construcción a través de sus distintas filiales, lo que le ha permitido mantenerse cerca de las necesidades de sus clientes en cada etapa de la venta, con ello le es posible interpretar y atender de mejor manera las necesidades y al mismo tiempo, potenciar las sinergias entre los distintos negocios mejorando el control de costos, los márgenes operacionales y haciendo un uso eficiente del capital invertido por negocio.

La Compañía cuenta con dos unidades de negocio: el Área Inmobiliaria y el Área de Ingeniería y Construcción, que buscan potenciar el liderazgo de Socovesa en las distintas regiones y nichos de mercado donde opera.

Área Inmobiliaria: formada por Socovesa Santiago, que abarca los proyectos inmobiliarios, principalmente casas, ubicados entre las regiones IV y VI, incluyendo la Región Metropolitana; Socovesa Sur, que contempla proyectos inmobiliarios ubicados entre las regiones VII y XII; Almagro, que desarrolla proyectos de departamentos en altura principalmente para los segmentos socioeconómicos ABC1 y C2; Pilares, filial que desarrolla departamentos en altura, en zonas urbanas para los segmentos C2- y C3, y Socovesa Desarrollos Comerciales, empresa que cubre el segmento de proyectos inmobiliarios no habitacionales.

El negocio de Empresas Socovesa tiene como objetivo generar valor en cada proyecto que desarrolla. Su escala de operación permite la implementación de proyectos de gran envergadura, incorporando además de viviendas, centros comerciales, colegios,

áreas verdes y todo el equipamiento necesario para hacer de sus proyectos barrios integrales.

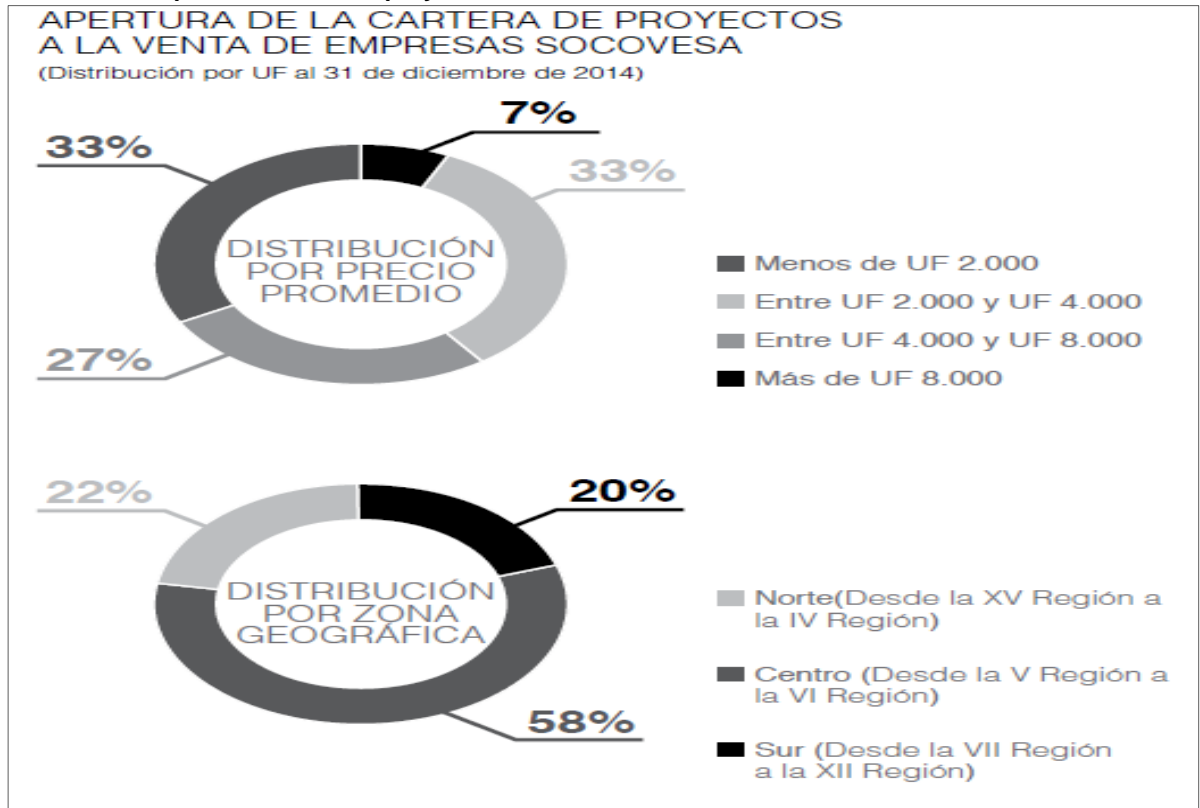
Área de Ingeniería y Construcción: formada por Socoicsa Construcción y Socoicsa Montajes, ambas filiales centradas en la ejecución de proyectos para terceros del sector público y privado.

En el área de Ingeniería y Construcción, la Compañía reenfocó su estrategia hacia el desarrollo de proyectos de montajes, negocio con mejores márgenes y mayores barreras de entrada, pero con una operación pequeña y acotada.

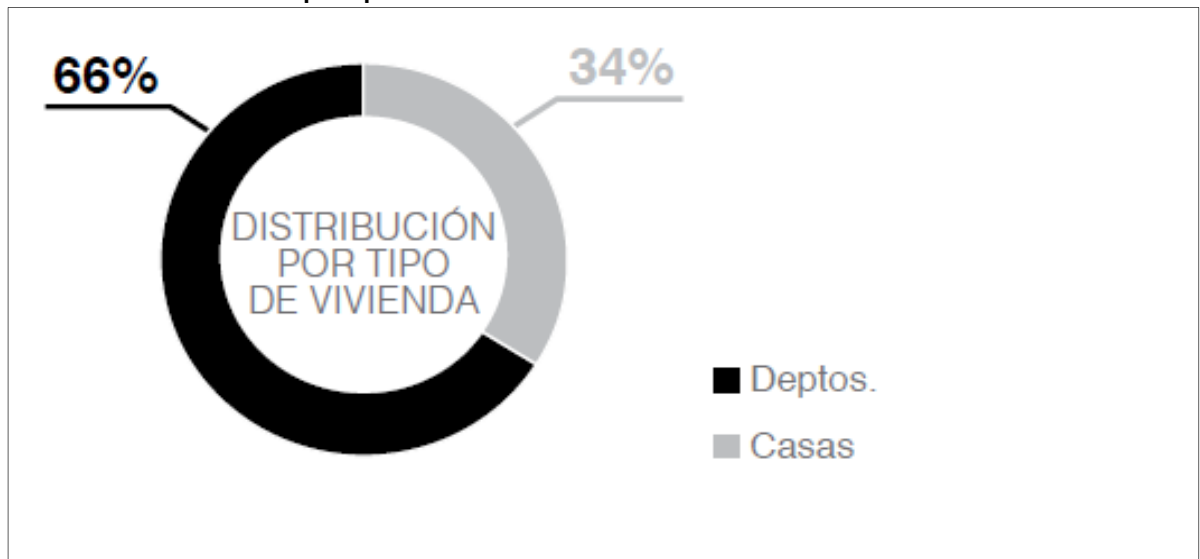
A través de esta estructura, Empresas Socovesa ha logrado generar una importante presencia a lo largo del país en los segmentos donde participa. El año 2013 estuvo marcado por el alza en los costos de construcción, especialmente de la mano de obra, lo que tuvo un impacto a la baja de los márgenes de los proyectos escriturados. Sin embargo, el año 2014, la Compañía logró recuperar significativamente la rentabilidad de los proyectos inmobiliarios producto de la capacidad de premiar los precios y controlar los costos, permitiendo que la deuda financiera disminuyera de acuerdo a lo presupuestado, a pesar de haber realizado promesas menores a las de los años anteriores.

Es así como al cierre del año 2014, la Compañía mantenía una cartera de 100 proyectos a la venta, diversificada en cuanto a geografía, segmentos de mercado y tipo de viviendas, que permitió que se promesaran 3.536 unidades por MUF 12.248 y se escrituraran 4.440 unidades de viviendas nuevas por MUF 13.658. Gráfico de proyectos:

Cuadro N° 5: Apertura de cartera proyectos en venta Socovesa S.A.

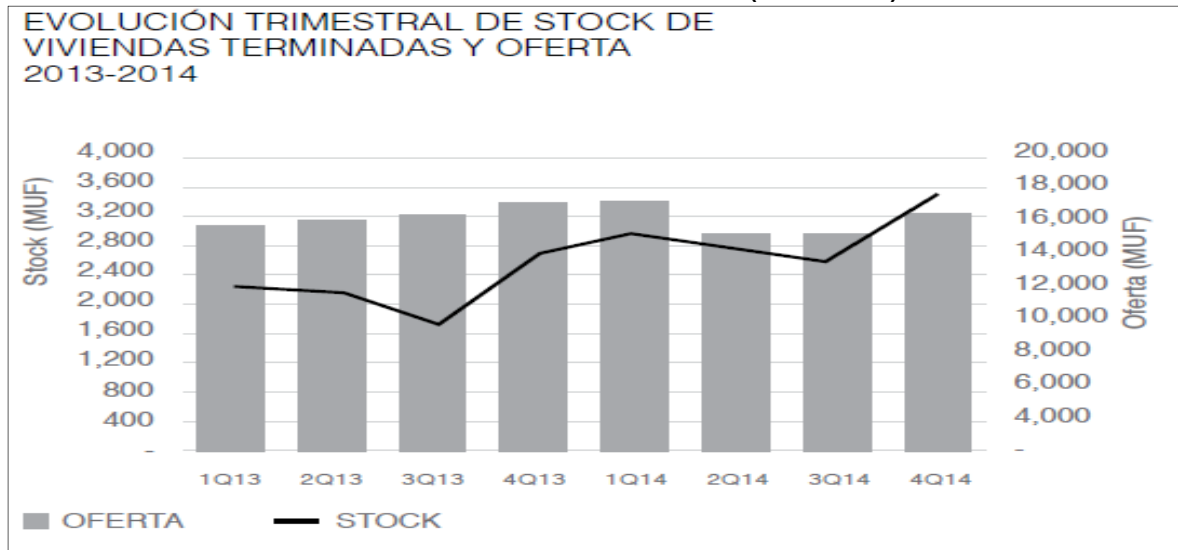


Cuadro N° 6: Distribución por tipo de vivienda



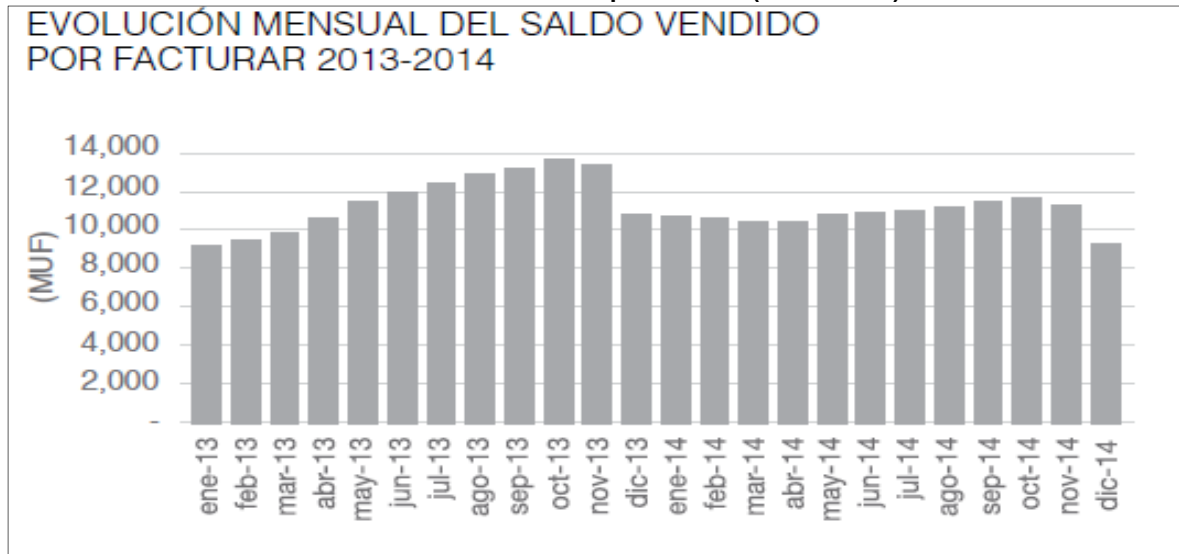
Por el lado de la oferta, ésta alcanzó un nivel de MUF 18.253, con niveles de viviendas terminadas de MUF 3.920 y 18 meses para agotar stock.

Cuadro N° 7: Evolución trimestral de stock viviendas terminadas (2013 – 2014)



Como resultado de lo anterior, al 31 de diciembre de 2014 Empresas Socovesa contaba con un saldo vendido para facturar de viviendas nuevas de MUF 9.585. De esta cifra, un 69% aproximadamente debiera escriturarse durante el año 2015, un 22% el año 2016 y el 9% restante el año 2017.

Cuadro N° 8: Evolución mensual del saldo en ventas por facturar (2013 – 2014)



El banco de terrenos se mantuvo estable durante el 2014, pero con mejor rotación. La inversión en tierra siguió una estrategia de reemplazo de los lotes utilizados durante el periodo, aumentando la exposición en las zonas donde se estima habrá mayor posibilidad de crecimiento con rentabilidad y haciendo una venta selectiva de tierra como forma de recoger rentabilidad, consolidar proyectos de extensión y optimizar la asignación de recursos. Es así como se consumieron 10 hectáreas en desarrollo de proyectos y se concretaron ventas por MUF 1.120, equivalentes a 63.000 m². Asimismo, las filiales inmobiliarias realizaron compras de tierra por MUF 751. Esto permitió que, al 31 de diciembre de 2014, la Compañía mantuviera tierra para desarrollo inmobiliario equivalente a 6 años de venta.

Proveedores y clientes.

Los principales proveedores de Socovesa S.A. son Francisco Petricio S.A, Consorcio Edyce Arrigoni SpA., Construmart S.A., Easy S.A., Fleischmann Chile S.A., Cementos Bío Bío S.A., Sodimac S.A., Grupo Térmico y Cía. Ltda., Full Acero Ltda., Distribuidora

Matco S.A., Melón Hormigones S.A., Electrocom S.A., Instalaciones Eléctricas S.A., Instalaciones Sanitarias Napa y Compañía Ltda., Comercial K Ltda., Prodalam S.A., Peri Chile Ltda., Beagle Windows S.A., Ingetrol S.A., Alfonso Elias Jamis e Hijos S.A., entre otros.

Socovesa S.A. intenta no concentrar sus contratos con proveedores, de forma tal de disminuir la exposición a un abastecedor determinado. De esta manera, no existe ningún proveedor que concentre el 10% o más de las compras realizadas por la Compañía.

Respecto de los clientes, es destacable que los negocios en que participa la Sociedad se encuentran muy atomizados en cuanto a su demanda. En el caso inmobiliario, se trata de mayoritariamente clientes personas naturales y en el caso de ingeniería y construcción se trata de clientes que operan fundamentalmente con procesos de licitación por lo que, en razón de lo mismo, no existen clientes que representen un volumen relevante en forma individual, con la única salvedad del Fisco de Chile. Acorde con lo anterior, la Compañía no cuenta con ningún cliente que represente más del 10% de las ventas inmobiliarias del Empresas Socovesa. Sin embargo, en el segmento de Ingeniería y Construcción, de acuerdo a los ingresos obtenidos el año 2014, Alstom Chile S.A., Cía. Eléctrica Tarapacá S.A. y Talbot Hoteles concentran más del 10% en forma individual.

Empresas Comparables

Nombre: Besalco S.A.

Ticker : BESALCO

Descripción de la compañía

Besalco S.A. se formó el 27 de marzo de 1944 como sociedad de responsabilidad limitada, siendo socio fundador don Víctor Bezanilla Salinas y en febrero de 1965, se constituyó en Sociedad Anónima.

Tiene a su haber la construcción, entre otros de: Caminos, Carreteras, Aeropuertos, Embalses, Puentes, Metro, Canales, Edificaciones, Montajes, Instalaciones Electromecánicas, Obras Hidráulicas y Obras Civiles en general.

A partir del año 1995, Besalco S.A. ingresó al Mercado Accionario, siendo la primera Constructora del País en cotizar sus títulos en la Bolsa. El crecimiento orgánico de la Empresa se ha materializado a través de la apertura a las especialidades, organizadas en áreas que han dado espacio a asociaciones de diferentes tipos (consorcios, cuentas en participación, subcontratos, etc.)

Su composición accionaria da cuenta de un total del 576.172.664 acciones suscritas y pagadas y cuyo grupo controlador es la familia Bezanilla con una participación del 50,51%, al 31 de diciembre de 2014 – a la misma fecha del año 2013, su participación accionaria alcanzaba un 60,17% –

Besalco S.A. se estructura en base a las actividades de la industria de la construcción, por ello sus segmentos relevantes de participación son:

- Construcción de infraestructura, Obras Civiles y Montajes Industriales
- Inmobiliaria
- Concesiones – autopistas –
- Servicios de Maquinarias (Normales de construcción y de alto tonelaje)

Filiales:

- Besalco Maquinarias S.A. : Se dedica al arriendo y prestación de Servicio Integral (Maquinaria pesada)
- Besalco Inmobiliaria S.A. : Construcción y venta de viviendas
- Besalco MD Montajes S.A. : Enfoque en el mercado de proyectos industriales (Sector de minería; papel; celulosa; madera; petróleo; gas; petroquímica; alimentos; cemento; tratamientos de aguas; infraestructura.
- Besalco Cerro Alto S.A. : Enfoque en el transporte interno de material de baja ley de cobre (Minera Escondida de BHP Billiton)
- Besalco Perú (BESCO) : Proyectos inmobiliario y de obras civiles en Perú.

Nombre: Paz Corp S.A

Ticker : PAZ

Descripción de la compañía

Paz Corp S.A. efectúa toda clase de inversiones en toda clase de bienes corporales e incorporales, muebles o inmuebles. El estudio, desarrollo, ejecución y explotación de inversiones y negocios inmobiliarios y a cualquier título de bienes raíces urbanas o rurales. Así también, gestionar u otorgar financiamientos asociados a dichos negocios. También se enfoca en prestar servicios de arquitectura, gestión inmobiliaria y gestión comercial. Paz Corp S.A. es controlada por un grupo de accionistas que en conjunto detentan un 44,53%. Dicho grupo lo componen Inversiones Globus Ltda. con un 11,44%, Inversiones Brakers Ltda. con un 10,96%, Inversiones B y J Ltda. con un 10,93% e Inversiones Quantum Ltda. con un 10,93%; y Ariel Magendzo Weinberger con un 0,27%.

En Chile, la Sociedad tiene presencia mayoritaria en la Región Metropolitana, desarrollando proyectos principalmente en las ciudades de Viña del Mar y Concepción. El enfoque de Paz Corp S.A. está orientado principalmente al desarrollo de vivienda vertical para los estratos medios y medios-altos de la población.

Por otra parte, Paz Corp S.A. mantiene desarrollos inmobiliarios en el mercado peruano y brasileño. En el primero, 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 y a los segmentos medios de la población. Los estados financieros de Paz Centenario S.A. no se consolidan proporcionalmente desde la entrada en vigencia de la NIIF 11 "Acuerdos Conjuntos"; sin embargo, la Administración utiliza el criterio de segmentación geográfica incluyendo Negocios Conjuntos, según se explica en Nota N° 30 "Información por Segmento".

En el segundo, Paz Corp S.A. desarrolla su negocio, a través de su filial Paz Realty Empreendimentos e Participacoes Ltda. Su enfoque es la vivienda vertical y tiene presencia solo en la ciudad de Sao Paulo.

Nombre: Salfa Corp S.A.

Ticker : SALFACORP

Descripción de la compañía

Empresa formada en Chile en el año 1929 como Salinas y Fabres Hermanos Ltda. En sus inicios destacan obras de importante valor patrimonial como los son: El Estadio Nacional (1938); El Templo Votivo de Maipú (1946) y la Clínica Santa María (1958). Ya en los años 90's se realiza la apertura de la Empresa de Montajes Industriales Salfa S.A. y también la constitución de la Sociedad Salfa Inmobiliaria S.A. En la actualidad la compañía es un actor principal en el mercado nacional y cuenta con presencia internacional (Perú, Argentina, Colombia, entre otros).

Sus principales áreas de negocio son:

Ingeniería y Construcción:

Líder en la industria de la construcción en Chile y en una activa expansión internacional a través de su oferta de servicios de construcción y Montaje Industrial, Obras Civiles, Edificación de Viviendas, Proyectos EPC y Nuevos negocios como Mantenimiento Industrial, Desarrollo Minero, Obras Marítimas entre otros. Participa en los diferentes sectores económicos tales como: Minería, Energía, Retail, Forestal, Salud, Hotelero e Industria en general. Su experiencia y un consolidado equipo de profesionales y especialistas, permite el desarrollo de todas las etapas que considera la construcción de las obras; desde la ingeniería hasta su posterior administración. EBITDA MM\$ 35.613 (31-12-2012), que representa una importancia relativa de un 58% en el EBITDA Total.

Inmobiliaria (Aconcagua):

Desarrolla todas las actividades del negocio inmobiliario, desde la investigación de mercado, el diseño y la coordinación de proyectos (Inmobiliaria Aconcagua), incluyendo la construcción, la comercialización y post venta, todo lo cual le permite contar con unidades de alto nivel de especialización y con economías de escala en las zonas en que opera. EBITDA: MM\$ 25.626 (31-12-2012), que representa una importancia relativa de un 42% en el EBITDA Total.

FINANCIAMIENTO DE SOCOVESA S.A.

Socovesa S.A. no presenta apalancamiento financiero mediante la emisión de deuda (Bonos), de acuerdo con la información proporcionada por la SVS.

ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE SOCOVESA S.A.

Cuadro N° 9: Evolución pasivos financieros (M\$)

Otros pasivos financieros corrientes	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Préstamos bancarios	290.650.598	375.916.691	475.261.306	418.854.500	374.825.767
Factoring	5.095.008	20.446.300	11.562.065	13.551.360	16.561.644
Pasivos de cobertura	787	234.862	565.993	1.251.867	4.069.743
Arrendamiento financiero	815.548	498.943	460.019	80.953	51.960
Total	296.561.941	397.096.796	487.849.383	433.738.680	395.509.114

Otros pasivos financieros, no corrientes	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Préstamos bancarios	31.985.471	22.840.750	0	23.945.550	44.703.508
Arrendamiento financiero	966.137	1.115.337	729.137	24.567	0
Total	32.951.608	23.956.087	729.137	23.970.117	44.703.508

TOTAL PASIVOS FINANCIEROS CORRIENTES Y NO CORRIENTES	329.513.549	421.052.883	488.578.520	457.708.797	440.212.622
-------------------------------------------------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Cuadro N° 10: Evolución pasivos financieros (UF)

Otros pasivos financieros corrientes	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
	UF	UF	UF	UF	UF
Préstamos bancarios	13.037.149	16.458.159	20.389.115	17.007.869	14.787.841
Factoring	228.537	895.168	496.022	550.262	653.399
Pasivos de cobertura	35	10.283	24.282	50.833	160.562
Arrendamiento financiero	36.581	21.844	19.735	3.287	2.050
Total	13.302.303	17.385.453	20.929.155	17.612.252	15.603.852

Otros pasivos financieros, no corrientes	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
	UF	UF	UF	UF	UF
Préstamos bancarios	1.434.710	1.000.000	0	972.325	1.763.668
Arrendamiento financiero	43.336	48.831	31.281	998	0
Total	1.478.046	1.048.831	31.281	973.323	1.763.668

TOTAL PASIVOS FINANCIEROS CORRIENTES Y NO CORRIENTES	14.780.349	18.434.284	20.960.435	18.585.574	17.367.520
-------------------------------------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

Patrimonio Económico

Cuadro N° 11: Patrimonio económico

	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Cantidad de acciones	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691
Precio de la acción	181	227	129	122	123
Patrimonio económico	220.920.392.225,50	277.711.008.287,90	157.887.704.139,00	149.320.154.302,00	150.544.089.993,00
Valor UF al cierre	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.346,89
Pat. económico (UF)	9.909.396,92	12.158.576,59	6.773.517,14	6.063.245,54	5.939.351,53

Estructura de Capital

Con la información del patrimonio económico y de la deuda financiera, es posible calcular la estructura de capital de la empresa. La razón de endeudamiento (B/V), la razón patrimonio a valor de empresa (P/V) y la razón deuda patrimonio de la compañía (B/P), para cada año desde 2011 a 2014 y para las razones al 30 de septiembre de 2015.

	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015*
B/V	0,60	0,60	0,76	0,75	0,75
P/V	0,40	0,40	0,24	0,25	0,25
B/P	1,49	1,52	3,09	3,07	2,92

Estructura de Capital Objetivo

Proponemos el cálculo de la estructura de capital objetivo de acuerdo con la media armónica¹ como estimador del múltiplo y medida de posición central.

	Estructura Objetivo
B/V	0,68
P/V	0,29
B/P	2,15

¹ La evidencia empírica reciente muestra que los errores de estimación se minimizan usando la media armónica en contraste con otras. Carlos Maquieira Villanueva, Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica

Lo anterior en busca de tender a una media los múltiplos para los años 2013 y 2014. De esta manera también recoge un mejor proxy del año 2015. Por otro lado, en la medida que la estructura de capital no varíe en el tiempo el costo de capital promedio ponderado es un buen estimador de la tasa de descuento de los activos de la empresa. Vale decir, una estructura de capital relativamente estable en el tiempo.

ESTIMACION DEL COSTO PATRIMONIAL DE SOCOVESA S.A.

Para la determinación y la valoración la acción de la compañía se tomará en consideración la siguiente tabla de supuestos asociados al comportamiento del mercado:

Rf	1,85% (BTU-30 al 30 de Septiembre de 2015)
PRM	6,76% (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2015)
Kb	3,58%*
Tasa de impuesto	27% (“Renta Atribuida”, con un aumento progresivo de las tasas de Impuesto de Primera Categoría, desde un 21% el 2014 hasta un 27% el 2018; según el artículo 14 letra A de la Ley Sobre Impuesto a la Renta. Memoria 2014).

* SOCOVESA S.A. no mantiene obligaciones con bonos (YTM), por lo tanto, no se cuenta con tasa de interés reciente o tasa de colocación del mismo. No obstante, para el costo de la deuda se asume el porcentaje equivalente a los costos financieros sobre el total de pasivos financieros corrientes.

Estimación del Beta de la deuda (β_b)

La beta de la deuda calculada utilizando CAPM y su tasa de costo de la deuda:

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

$$K_b = R_f + PRM * \beta_b$$

$$0,0358 = 0,0185 + 0,0676 * \beta_b$$

$$\beta_b = 0,2565$$

Estimación del Beta de la acción y Beta Patrimonial sin deuda de SOCOVESA S.A.

Beta de la acción (β)

Para la determinación de la beta patrimonial, en el siguiente cuadro se resume el comportamiento diario del retorno IGPA hasta el año 2015 – considerando 105 registros – con su respectivo valor p y la presencia bursátil en cada anualidad, dicha evolución la utilizamos como benchmark de mercado para calcular el beta de la acción del costo patrimonial.

Se desapalancaron los betas a la acción (fórmula de Rubenstein) de cada año y se utilizó un promedio histórico desde el 2011 al 2015, en la siguiente tabla se muestran los valores representativos:

	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Beta de la Acción	1,3488	1,5933	1,0809	1,3095	0,6788	0,6196
Beta de la Acción desapalancada	0,7653	0,8722	0,5018	0,5706	0,3883	
p-value (significancia)	4,465E-16	3,065E-06	1,081E+00	2,019E-03	3,495E-03	
Presencia Bursátil (%)	100%	90%	79,44%	39,44%	36,67%	

* Datos Calculados al 30 de septiembre de cada año

Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

$$B/P^{(OBJ)} = 2,15$$

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} * (1 + (1 - tc) * B/P^{(OBJ)}) - (1 - tc) * \beta_b * B/P^{(OBJ)}$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,6196 * ((1+(1-0,27)*2,15) - ((1-0,27)*0,2565*2,15))$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,3426$$

Beta de la deuda (K_p)

$$K_p = R_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

$$K_p = 0,0185 + 0,0676 * 1,3426$$

$$K_p = 0,0757$$

$$\mathbf{K_p = 10,93\%}$$

Costo de Capital WACC (K_0)

Finalmente estimamos el costo de capital considerando una tasa de impuestos corporativos proyectada del 27% y la estructura de capital al 30 de septiembre de 2015, dando como resultado una tasa de costo de capital de **4,95%**. El desarrollo se obtuvo de la siguiente manera:

$$K_0 = K_p * P/V^{(OBJ)} + K_b * (1 - tc) * B/V^{(OBJ)}$$

$$K_0 = 0,1093 * 0,29 + 0,0358 * (1 - 0,27) * 0,68$$

$$K_0 = 0,0495$$

$$\mathbf{K_0 = 4,95\%}$$

ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

SOCOVESA S.A. ha venido mostrando diferentes escenarios en el correr de los últimos ejercicios comerciales, ya sea producto de factores macroeconómicos o por el simple ejercicio de oferta y demanda, que se explicarán en los siguientes apartados.

Para obtener la información y al mismo tiempo comprender el método de desagregación es necesario profundizar en términos tales como:

Costos de Operación

Los costos de operación son aquellos costos están relacionados con la operación de la actividad principal de la empresa y que son esenciales para que esta pueda generar sus productos o servicios según corresponda al giro de cada una de ellas. Para el caso nuestro son todos aquellos costos que son necesarios para llevar a cabos todos los proyectos inmobiliarios de la compañía, estos son la construcción de casas y departamentos principalmente. Dentro de los costos hay costos fijos y costos variables. Los costos fijos como su nombre lo indica son costos que están relacionados con la operación de la empresa, pero no necesariamente relacionados directamente a la producción o construcción de sus productos. En cambio, los costos variables son los costos que están relacionados directamente con la construcción de las casas o departamento y su monto será en relación a la construcción que realice la empresa de casas y departamentos.

Cuadro N° 13: Costos de operación y gastos de administración

	2011	2012	2013	2014	2015 (*)
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Costo de ventas	(258.135.288)	(266.925.839)	(244.600.917)	(292.017.243)	(166.727.256)
Gastos de administración	(29.722.237)	(34.265.902)	(36.828.655)	(42.702.132)	(32.068.487)
Costo de Operación	-287.857.525	-301.191.741	-281.429.572	-334.719.375	-198.795.743
Depreciación y amortización incluida en costo de operación					
Costo de Ventas	(1.013.824)	(1.161.649)	(1.049.628)	(936.567)	(610.164)
Gastos de Administración	(653.011)	(604.978)	(545.627)	(584.514)	(615.651)
Amortización intangibles	(343.821)	(308.693)	(146.665)	(157.747)	(628.026)
Total de depreciación y amortización dentro de costo de explotación	-2.010.656	-1.766.627	-1.741.920	-1.678.828	-1.853.841

(*) Corresponde al periodo comprendido entre el 01-01-2015 al 30-09-2015

	2011	2012	2013	2014	2015 (*)
Detalle de Gastos de Administración					
Remuneraciones de administración	(16.012.412)	(19.474.125)	(20.503.392)	(22.692.584)	(16.261.855)
Gastos de comercialización	(2.972.235)	(2.682.806)	(4.103.071)	(5.861.238)	(4.795.502)
Gastos generales	(4.166.160)	(4.374.948)	(4.314.859)	(3.971.020)	(3.749.632)
Gastos de mantención stock	(2.018.115)	(2.023.438)	(2.242.172)	(3.476.512)	(2.482.942)
Honorarios de administración	(1.892.130)	(2.439.948)	(2.316.148)	(3.446.406)	(1.552.687)
Contribuciones	(1.539.014)	(2.303.071)	(2.534.123)	(2.470.244)	(1.954.513)
Depreciaciones	(653.011)	(604.978)	(545.627)	(584.514)	(615.651)
Amortización intangibles	(343.821)	(308.693)	(146.665)	(157.747)	(628.026)
Donaciones	(125.339)	(53.895)	(122.598)	(41.867)	(27.679)
Total gastos de administración	-29.722.237	-34.265.902	-36.828.655	-42.702.132	-32.068.487

(*) Corresponde al periodo comprendido entre el 01-01-2015 al 30-09-2015

Activos Operacionales

	2011	2012	2013	2014	2015 (*)
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Efectivo y equivalentes al efectivo	11.437.655	13.280.997	9.700.180	16.292.498	19.178.145
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	111.682.149	158.785.289	139.246.460	125.300.340	100.582.620
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	3.749.784	737.673	5.714.671	8.789.457	9.019.068
Inventarios, corrientes	297.934.666	356.998.565	321.335.106	274.313.135	272.489.668
Propiedades, plantas y equipos	20.725.695	20.037.264	19.063.297	17.869.827	17.059.466
Propiedades de inversión	111.275.903	128.876.147	121.295.175	140.992.815	155.314.023

Cuentas no operacionales

Son partidas que no pertenecen al negocio principal de la compañía, como por ejemplo: la venta de un activo no es recurrente, pero el arriendo de un inmueble eventualmente pudiese serlo. Por lo tanto, se entiende por activos no operacionales aquellas cuentas que no están relacionados con el “core business” de la operación. Estos activos pueden ser de carácter permanente o temporal.

Descripción de los activos no operacionales

Otros activos financieros, corrientes: corresponde a pagares por cobrar, depósito a plazo e inversiones en instrumentos derivados de corto plazo.

Otros activos no financieros: corresponden a pagos pagados por anticipados, de seguros, publicidad, pagos por amortizar y valores en garantía.

Activos por impuestos corrientes: corresponde a los créditos por impuestos por recuperar por parte de la sociedad, ya sean créditos por impuestos mensuales y anuales respectivamente.

Otros activos financieros, corrientes: corresponde a pagares por cobrar, depósito a plazo e inversiones en instrumentos derivados de largo plazo.

Derechos por cobrar, no corrientes: corresponde a cuentas por cobrar por: clientes por contrato suma alzada con terceros, derechos por compra de terrenos, clientes por venta de terrenos, clientes por venta de colegios entre otros.

Inventarios, no corrientes: corresponde a los terrenos que tienen definido un plan de construcción mayor a un año, las obras en ejecución y los inventarios de materiales superiores a un año.

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: corresponde a Inversiones en otras sociedades.

Activos intangibles distintos de la plusvalía: corresponde a la compra de la marca "Almagro" y promesa de compra de terrenos a largo plazo.

Plusvalía: corresponde a Menor Valor relacionado con la compra de sociedades coligadas. Se amortiza en las unidades generadoras de efectivo o grupo de unidades generadoras de efectivo.

Activos por impuestos corrientes, no corrientes: corresponde al beneficio generado por la Ley Austral N°19.606

Activos biológicos, no corrientes: corresponden a plantaciones de vides en formación, maíz, alfalfa, carozos y uva de mesa, a largo plazo.

Activos por impuestos diferidos, corresponde a las diferencias temporales generadas por las provisiones de gastos y pérdidas acumuladas que posee la sociedad.

En resumen, las cuentas y cifras al 30 de Septiembre de 2015 que componen los activos no operacionales son los siguientes:

Activos no operacionales:		M\$
Otros activos financieros, corrientes		761.687
Otros activos no financieros		1.230.733
Activos biológicos, corrientes		-
Activos por impuestos corrientes		12.779.815
Otros activos financieros, no corrientes		3.305.348
Derechos por cobrar, no corrientes		20.156.256
Inventarios, no corrientes		135.585.309
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación		2.485.234
Activos no operacionales:		M\$
Activos intangibles distintos de la plusvalía		56.144.882
Plusvalía		12.900.421
Activos por impuestos corrientes, no corrientes		8.679.341
Activos biológicos, no corrientes		2.343.567
Activos por impuestos diferidos		32.035.318

Dentro de los activos no operacionales, será fundamental para la valoración final y la obtención del patrimonio económico el reconocer aquellos que son de carácter “prescindibles”, dada su composición o naturaleza, e incorporarlos al monto final del valor de la compañía. Para SOCOVESA S.A. hemos identificado las siguientes cuentas:

Cuadro N° 14: Determinación de los activos prescindibles:

Activos prescindibles	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Otros activos financieros, corrientes	1.068.348	140.202	1.534.294	12.291.279	761.687
Otros activos no financieros	928.217	974.909	1.090.958	840.513	1.230.733
Plusvalía	12.900.421	12.900.421	12.900.421	12.900.421	12.900.421

M\$	14.892.841
\$	14.892.841.000
UF	587.561

ANÁLISIS DEL CRECIMIENTO

Es posible evidenciar que el sector de la construcción ha sido fuertemente afectado por periodos cíclicos y con altas volatilidades, un bajo nivel de crecimiento para el año 2015 y con riesgos latentes. La reforma tributaria generó un repunte circunstancial de corto y mediano plazo, pero no sostenible en el tiempo por sí solo.

La gran amenaza del sector está en la regulación del negocio; en cómo respondan los privados; en los nuevos estándares a la hora de aprobar créditos a personas; en el porcentaje de refinanciamiento de crédito hipotecario ya existente; en las expectativas de precios y costos; en la nueva normativa de provisiones publicada por la SBIF – en pro de controlar y minimizar el riesgo de crédito –; en el empleo Promedio; etc. Factores que sin lugar a dudas generan un mayor grado de incertidumbre a la hora de prever y proyectar el comportamiento de la industria.

Algunas de las publicaciones respecto del comportamiento del rubro:

De acuerdo con información de la prensa escrita y también recogida del principal portal del rubro (CCHC), las siguientes son algunas de las proyecciones para el sector:

“El rubro espera el ingreso de unos 155 mil metros cuadrados ligados, principalmente, a ampliaciones de centros existentes o a nuevas etapas”

“La superficie nueva de este año será menor a los 269.264 m² de 2015 y a los 434.497 m² de 2014, lo que respondería a un incremento sostenido de la vacancia en los últimos tres años, señaló GPS”

“Agregó que los principales usuarios son las pymes que son sensibles al estado de la economía local, lo que se suma a la desocupación de espacios por parte de grandes retailers ante la desaceleración de la actividad”

“Para fines de 2016, se prevé que la tasa de espacios disponibles alcance el 8%, menor al 9,9% actual, lo que se explicaría por la menor producción anual”

“Permisos para desarrollar viviendas caerían este año luego del dinamismo de 2015”

“En el ámbito residencial, las proyecciones para 2016 del mercado inmobiliario respecto de la superficie autorizada para construcción de viviendas transitan entre los 3,2 millones y 5,2 millones de metros cuadrados en la Región Metropolitana. En ambos casos, las cifras representarán disminuciones frente a los 5,92 millones de m2 contabilizados en 2015 por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE)”

“Consultado por el escenario general que se pronostica para este año en materia de permisos de edificación habitacional, el gerente de Estudios de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), Javier Hurtado, comentó que en 2015 las ventas de viviendas estuvieron dinámicas y la mayor parte de las iniciativas están con obras en ejecución, especialmente para estar listas antes del 31 de diciembre próximo y evitar el pago de IVA a la venta”.

“Hurtado señaló que los permisos que se soliciten durante este ejercicio serán para construir en los próximos años y la salida de estos proyectos al mercado dependerá de las fluctuaciones de la economía. Recordó que las empresas pueden administrar su stock de permisos de construcción, debido a que estos tienen un tiempo de duración de varios años”. “Este año ingresarían al mercado de la Región Metropolitana cerca de 122 hectáreas (1,22 millones de m2) de parques industriales, lo que representa un aumento frente a las 86,6 hectáreas de 2015, según datos de la consultora GPS Global Property”

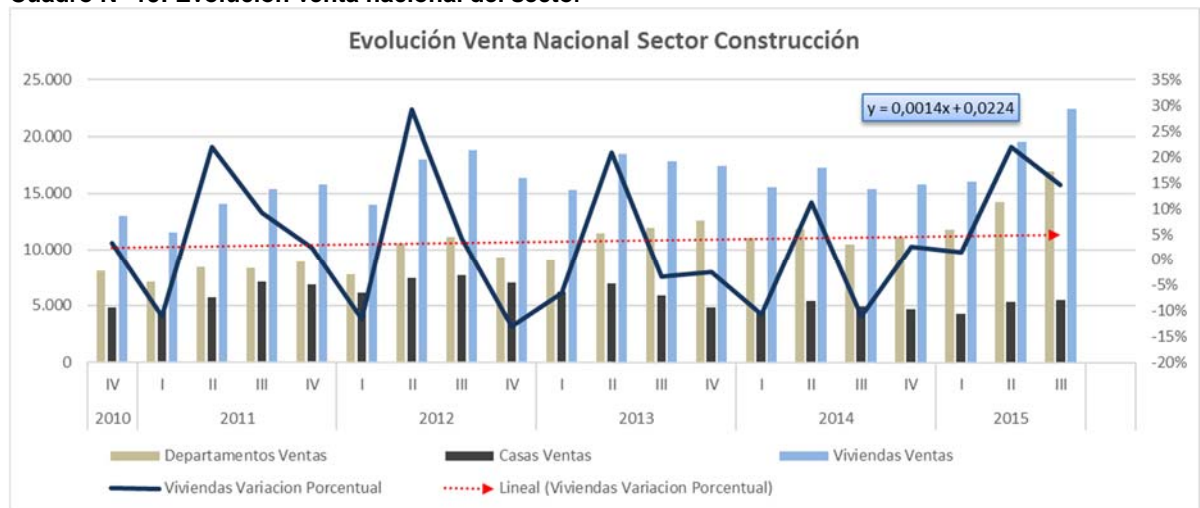
“Se proyecta un incremento en la vacancia de la zona oriente, por la incorporación de nueva superficie y "la lenta velocidad de arriendo de locales". En esta área de la capital la disponibilidad de espacios alcanza actualmente el 10,32%”

“La vacancia promedio en el Gran Santiago, en tanto, estaría actualmente en 5,28%, y los precios promedio de arriendo, en 0,64 UF por metro cuadrado”

Fuentes: [EL MERCURIO](#); [CCHC](#)

Los siguientes corresponden a los principales gráficos que muestran el comportamiento del sector y sobre los cuales se diseñaron las proyecciones de crecimiento de la industria

Cuadro N° 15: Evolución venta nacional del sector



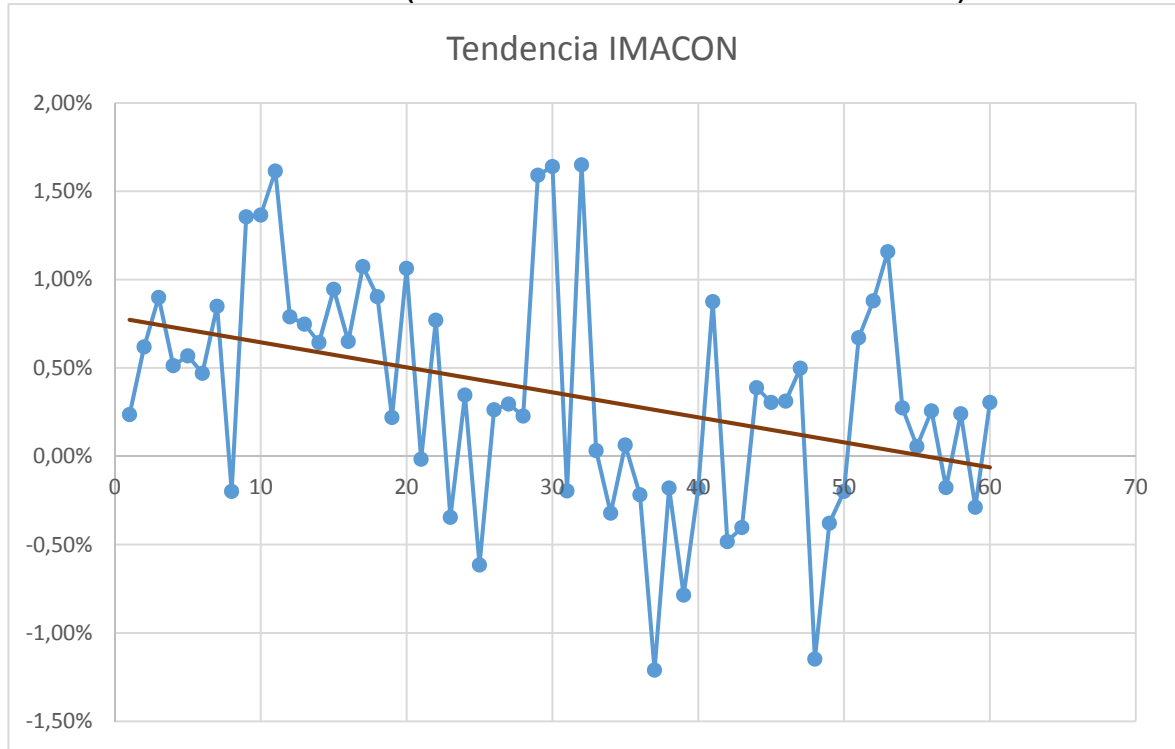
*Fuente: Elaboración propia

Cuadro N° 16: Tendencia permisos de edificación (2011 – 2015)



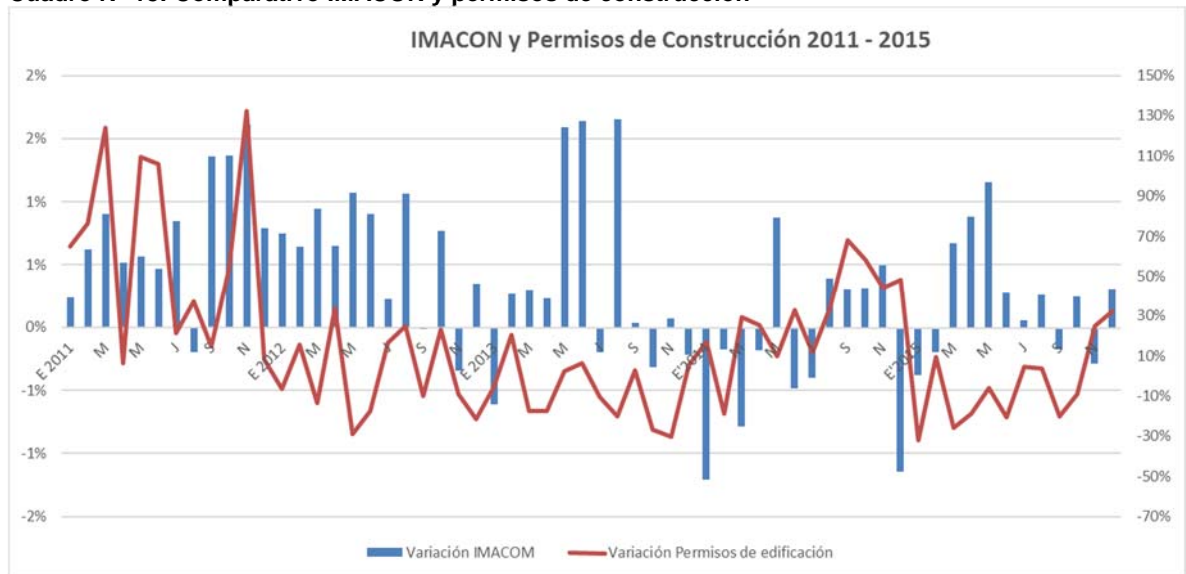
*Fuente: Coordinación de Estudios Económicos, Gerencia de Estudios, Cámara Chilena de la Construcción

Cuadro N° 17: Tendencia IMACOM (Índice Mensual de Actividad de la Construcción)



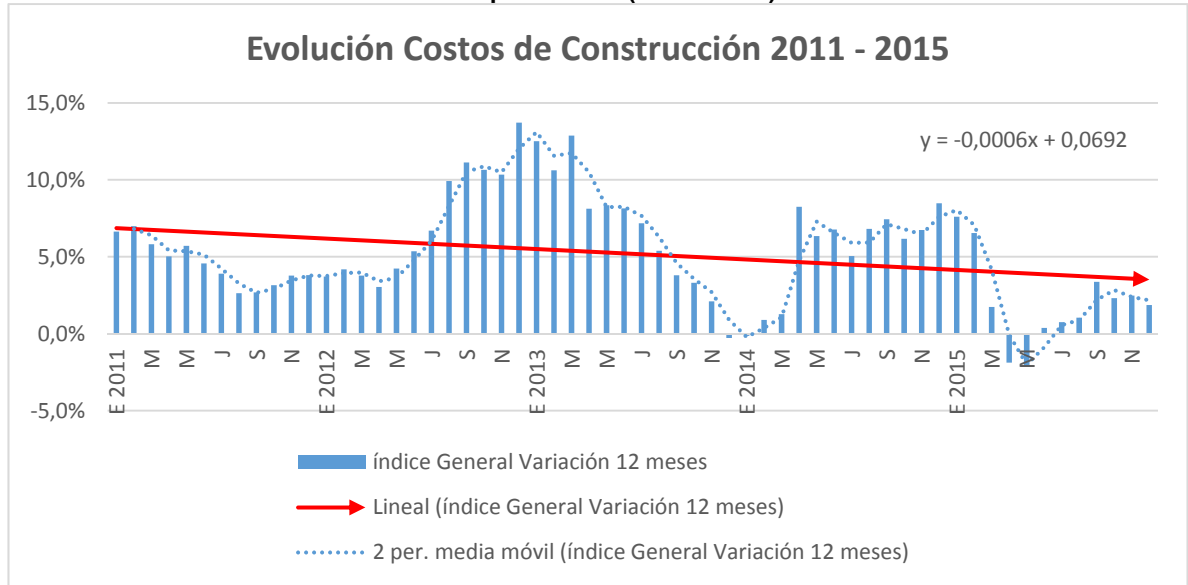
*Fuente: Coordinación de Estudios Económicos, Gerencia de Estudios, Cámara Chilena de la Construcción

Cuadro N° 18: Comparativo IMACON y permisos de construcción



*Fuente: Elaboración propia

Cuadro N° 19: Evolución de los costos de producción (2011 – 2015)



Así mismo, las proyecciones para SOCOVESA S.A. de acuerdo con el comportamiento de mercado en los últimos años, las tendencias previstas para el sector construcción, la participación de mercado de la empresa, los sesgos que han tenido las proyecciones pasadas (Principalmente el desplome en las ventas proyectadas por la CCHC) y también considerando como han ido evolucionando sus ingresos y costos se detallan a continuación:

Participación de mercado para SOCOVESA S.A.

La Sociedad cuenta con una favorable participación de mercado e igualmente con marcas consolidadas y de alta recordación. De acuerdo a información contenida en la memoria 2014, la consultora Real Data Consultores Inmobiliarios estimó que la Compañía mantiene una participación de mercado de 12,9% en casas nuevas en las comunas de la Región Metropolitana en que participa y de 8,6% en departamentos nuevos, para el año 2014.

PARTICIPACION MERCADO CASAS	12,90%
PARTICIPACION MERCADO DEPARTAMENTOS	8,60%
	10,32%

Por lo tanto, la participación conjunta de la empresa y que impacta el factor de crecimiento para los años futuros será de 10,32%

El crecimiento anual real de la industria se calcula como el promedio del comportamiento trimestral (anual) y se impacta por el porcentaje de participación que SOCOVESA S.A. maneja del mercado (Columna: % atribuible a participación de mercado)

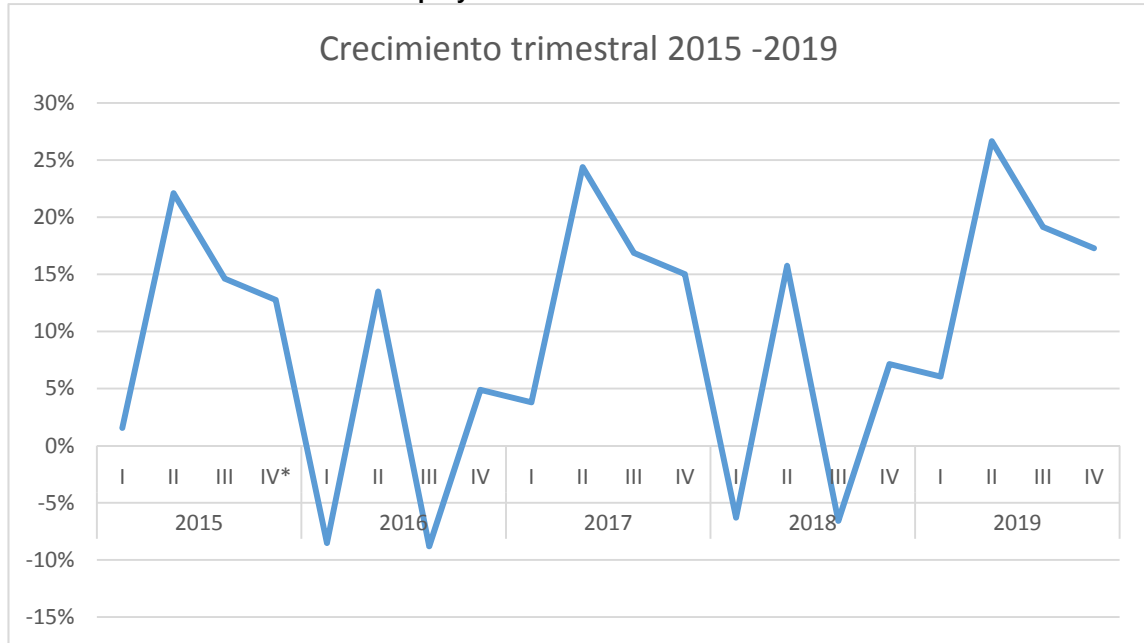
Cuadro N° 20: Crecimiento proyectado del comportamiento de la industria

Proyección	Crecimiento trimestral (**)	Factor de crecimiento en las ventas (*)	% Crecimiento anual	% atribuible a participación de mercado.
2015	I	2%		
	II	22%		
	III	15%		
	IV*	13%		12,76%
				1,32%
2016	I	-9%	2,22%	
	II	13%	2,26%	
	III	-9%	2,22%	
	IV	5%	2,24%	0,26%
				0,03%
2017	I	4%	2,24%	
	II	24%	2,27%	
	III	17%	2,26%	
	IV	15%	2,26%	15,02%
				1,55%
2018	I	-6%	2,23%	
	II	16%	2,26%	
	III	-7%	2,23%	
	IV	7%	2,25%	2,50%
				0,26%
2019	I	6%	2,25%	
	II	27%	2,27%	
	III	19%	2,26%	
	IV	17%	2,26%	17,28%
				1,78%

(*) Calculado en base a la ecuación de la pendiente histórica del comportamiento tendencial de crecimiento en las ventas

(**) Calculado estacionalmente de acuerdo con el comportamiento del mercado en el año ante precedente, adicionando el factor de crecimiento, intentando emular el comportamiento de la gráfica y siguiendo la volatilidad.

Cuadro N° 21: Gráfico de tendencia proyectado de crecimiento trimestral



En lo que respecta al crecimiento real de SOCOVESA S.A. en el mismo periodo evaluado (2011 – 2015) es posible evidenciar el movimiento tanto de los ingresos, como de los costos de la siguiente manera:

Cuadro N° 22: Crecimiento real Socovesa S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015 (*)
Ingresos de actividades ordinarias (UF)	14.395.320	14.491.734	13.554.952	16.028.502	12.183.608
Costo de ventas	-11.578.673	-11.686.387	-10.493.588	-11.857.557	-8.770.425
Margen de Operación	2.816.647	2.805.347	3.061.364	4.170.945	3.413.183

(*) Se considera para la proyección de crecimientos, tanto para los ingresos de operación como para los costos del año 2015, el estimado de acuerdo a la proyección lineal de los "EE FF Proyectados"

Crecimiento Ingresos (%)	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
		0,7%	-6,5%	18,2%	-24,0%	-2,9%

Crecimiento Costos (%)	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
		0,9%	-10,2%	13,0%	-26,0%	-5,6%

Crecimiento Margen de Operación (%)	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
		-0,4%	9,1%	36,2%	-18,2%	6,7%

Para la proyección de crecimiento de la compañía, tomando en cuenta todos los escenarios antes abordados y cuyas probabilidades de ocurrencia reflejan similares porcentajes – dado el estado de la industria en análisis – se enfocará principalmente en los siguientes factores:

Cuadro N° 23: Crecimiento proyectado Socovesa S.A.

	2015*	2016	2017	2018	2019
(1) Ingresos de actividades ordinarias	-2,88%	-2,86%	-1,33%	-2,63%	-1,10%
(2) Costos de venta	72,00%	69,12%	69,14%	70,67%	69,37%
% Costo de venta sobre ventas al 30/09/15	72%				
Costo de ventas promedio proyectado	70%				

(1) Los índices proyectados, en relación con el comportamiento de la industria, han sido impactados significativamente por el deterioro del escenario económico y el contexto de bajo crecimiento. Sumado todo ello al desplome de las ventas durante el primer trimestre del 2016 (41,4%), mayores restricciones crediticias, aumento del desempleo, cambio en la política de provisión de la banca en términos hipotecarios, entre otros. Sobre esta base resulta imposible no prever condiciones de ajuste a las proyectadas por la CCHC e impactar a la baja el desarrollo de la empresa. Por lo tanto, los ingresos fueron ajustados a las proyecciones detalladas en párrafos precedentes y de acuerdo a sus porcentajes de participación de mercado.

(2) Para el trimestre proyectado del año 2015, los costos sigue la tendencia de mercado, a la baja, que es consistente con el índice de costos de edificación. Por lo tanto, se considerará el promedio calculado a los datos históricos del comportamiento de la compañía (2011 - 2014) para complementar el ejercicio 2015. De ahí en adelante, El porcentaje atribuible al costo se moverá de acuerdo con el comportamiento de los ingresos.

PROYECCION DE ESTADOS DE RESULTADO

Cuadro N° 24: Estados de resultado proyectados

Tasa de crecimiento Ingresos			-2,86%	-1,33%	-2,63%	-1,10%
Promedio (Costo de venta sobre ventas)			69,12%	69,14%	70,67%	69,37%
Estados Consolidados de Resultados Integrales	2015 (*)	2015	2016	2017	2018	2019
Estados de Resultados por Función						
Estados de Resultados	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos de actividades ordinarias	9.137.706	12.183.608	11.835.525	11.677.658	11.371.030	11.245.891
Costo de ventas	-6.577.819	-8.770.425	-8.180.299	-8.074.286	-8.035.470	-7.801.750
Ganancia bruta	2.559.887	3.413.183	3.655.226	3.603.372	3.335.559	3.444.141
Otros ingresos, por función	191.498	(a) 255.331	248.036	244.728	238.302	235.679
Gastos de administración	-1.265.184	(a) -1.686.912	-1.638.717	-1.616.859	-1.574.404	-1.557.078
Otros gastos, por función	-192.767	(a) -257.023	-249.680	-246.350	-239.881	-237.241
Ingresos financieros	34.832	(a) 46.443	45.116	44.514	43.346	42.868
Costos financieros	-559.190	(a) -745.586	-724.285	-714.624	-695.860	-688.202
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-12.216	(a) -16.288	-15.823	-15.612	-15.202	-15.034
Diferencias de cambio	2	(a) 3	3	3	3	3
Resultados por unidades de reajuste	44.607	(a) 59.476	57.777	57.006	55.509	54.898
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	801.468	1.068.627	1.377.653	1.356.179	1.147.372	1.280.035
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	-89.071	-240.441	-371.966	-366.168	-309.790	-345.609
Ganancia (pérdida) procedentes de operaciones continuadas	712.397	828.186	1.005.687	990.011	837.582	934.426
Ganancia (Pérdida)	712.397	828.186	1.005.687	990.011	837.582	934.426
Ganancia (pérdida), atribuible a (1)						
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	555.311	(b) 645.157	783.430	771.218	652.476	727.917
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	157.086	(b) 183.029	222.257	218.792	185.106	206.508
Ganancia (Pérdida)	712.397	828.186	1.005.687	990.011	837.582	934.426
Tasa de Impuestos (Artículo 14 Letra a) de la LIR		22,50%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%

(*) Se asume la proyección de ingresos y costos de acuerdo con las tablas anteriores.

(a) Los gastos no operacionales como los ingresos no operacionales están proyectados en la misma tasa de crecimiento de las ventas y costos proyectados.

(b) Resultado atribuido a propietarios controladores es 77,9% y no controladores es 22,1%, manteniendo lo que correspondía al cierre de septiembre de 2015. Las participaciones no varían.

PROYECCION FLUJO DE CAJA LIBRE SOCOVESA S.A

Resumen de estimadores del costo patrimonial y costo de capital de la empresa

Cuadro N° 25: Resumen estimadores del flujo de caja libre

Kb =	3,58%
Rf =	1,85%
PRM =	6,76%
β_b =	0,256459256
$\beta_{pC/D}$ =	0,8457
$\beta_{pS/D}$	0,6196
$\beta_{pC/D}$ =	$0,6196 * (1 + (1 - 0,27) * 2,15) - (1 - 0,27) * 0,26 * 2,15$
	1,342625646
Kp=	$0,0185 + 0,0676 * 1,3426$
	10,93%
K0 =	$0,1093 * 0,29 + 0,0358 * (1 - 0,27) * 0,68$
	4,95%

Costo capital	4,95%
Costo Patrimonial	10,93%

Estimación de ajustes

Inversión de Reposición

	2011	2012	2013	2014
UF cierre de ejercicios	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10
Adiciones propiedad planta y equipos (\$)	3.089.317.000	1.385.562.000	1.509.591.000	1.081.128.000
Valores en UF	138.571,49	60.661,84	64.762,74	43.899,93
Depreciación (\$)	653.011.000	604.978.000	545.627.000	584.514.000
Valores en UF	29.290,85	26.486,78	23.407,86	23.734,59
Proporcionalidad	21,1%	43,7%	36,1%	54,1%

La inversión en reposición, vista como el medio para mantener un nivel de los bienes de capital, considerando aquellos ya depreciados. Hemos determinado abordar la proyección midiendo el comportamiento histórico de la empresa en relación con las partidas adicionadas o reincorporadas en el rubro propiedades, plantas y equipos. Dichos movimientos fueron presentados en los Estados Financieros de SOCOVESA S.A. en el periodo comprendido entre los años 2011 al 2014. Al respecto, es posible evidenciar que el monto de las adiciones en propiedades, plantas y equipos durante los periodos analizados es mayor que el monto de depreciación. Por defecto y por política la compañía siempre invierte en mayor proporción que el monto contabilizado en depreciación. Por lo tanto, de acuerdo al comportamiento histórico de la sociedad, estimamos que la inversión en reposición a lo menos debe corresponder al 100% del monto de la depreciación de los activos fijos para todos los periodos proyectados.

Nuevas Inversiones (activo fijo) / CAPEX

	2011	2012	2013	2014
UF cierre de ejercicios	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10
Proyección ventas (UF)	14.395.320,50	14.491.734,25	13.554.951,75	16.028.501,65
Activo fijo (UF)	929.652,24	877.259,46	817.831,70	725.616,37
Ratio: Activo fijo / Ventas	6,46%	6,05%	6,03%	4,53%
% PROMEDIO	5,77%			

PROYECCION	2015*	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas (UF)	9.137.705,85	12.183.608,00	11.835.524,98	11.085.882,12	9.571.797,50	8.410.499,22
Activo fijo (UF)	527.063,43	702.751,26	682.673,81	639.434,36	552.101,87	485.118,11
Proyección inversión CAPEX	- 198.552,94	- 22.865,12	- 20.077,45	- 43.239,45	- 87.332,49	- 66.983,76

Para la determinación de la inversión en activos fijos proyectada, se consideraron como elementos determinantes: la proyección de las ventas y a su vez de los activos fijos. Para el cálculo, se tomó como base el ratio "Activo Fijo / Ventas" de la compañía entre los años 2011 - 2014 (Ambos inclusive), promediando su múltiplo resultante y proyectándolo de acuerdo con el crecimiento esperado en las ventas. La determinación por medio de este método se concibe luego de identificar el alto nivel de volatilidad de la industria y por defecto en el crecimiento del sector hasta el año 2019 y con ello toda inversión en mobiliario estará estrechamente ligada.

Inversión en Capital de Trabajo (CTON)

Para la determinar la necesidad de capital de trabajo proyectada, se tomó como base del cálculo: la proyección de las ventas y la liquidez corriente de la compañía. El ratio "Liquidez / Ventas" entre los años 2011 - 2014 nos proporciona el % pívot y la diferencia (-) en las ventas proyectadas año a año el monto de comparación. Vale decir, el promedio del ratio entre los años 2010 al 2014 multiplicado por la diferencia - positiva o negativa - de las ventas, será nuestra necesidad de capital de trabajo a cubrir hasta el año 2019.

Por definición el capital de trabajo operativo neto está referido a la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos, de la misma naturaleza (que no devenguen intereses). Regularmente definido como la suma de las partidas existencias, cuentas por cobrar y valores negociables entre los pasivos corrientes (Proveedores, Acreedores varios y cuentas por pagar). Por tal razón, para determinar la inversión en capital de trabajo será fundamental la clasificación de las partidas que componen los activos y pasivos, principalmente el identificar aquellos que son de naturaleza "corriente" de los que no. A continuación se presenta la distribución:

Cuadro N° 26: Clasificación de activos y pasivos corrientes

Activos	2011	2012	2013	2014	2015 (*)	Clasificación
UF al cierre de cada año	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.346,89	
Activos corrientes (M\$)						
Efectivo y equivalentes al efectivo	11.437.655	13.280.997	9.700.180	16.292.498	19.178.145	
Otros activos financieros, corrientes	1.068.348	140.202	1.534.294	12.291.279	761.687	
Otros activos no financieros	928.217	974.909	1.090.958	840.513	1.230.733	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	111.682.149	158.785.289	139.246.460	125.300.340	100.582.620	Corriente
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	3.749.784	737.673	5.714.671	8.789.457	9.019.068	Corriente
Inventarios, corrientes	297.934.666	356.998.565	321.335.106	274.313.135	272.489.668	Corriente
Activos biológicos, corrientes	-	-	134.847	97.350	-	
Activos por impuestos corrientes	16.679.469	16.777.501	10.241.195	10.714.698	12.779.815	
Total Activos corrientes	443.480.288	547.695.136	488.997.711	448.639.270	416.041.736	
M\$	413.366.599	516.521.527	466.296.237	408.402.932	382.091.356	
UF	18.541.583	22.614.035	20.004.506	16.583.476	15.074.487	

Pasivos	2011	2012	2013	2014	2015 (*)	Clasificación
UF al cierre de cada año	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.346,89	
Pasivos corrientes (M\$)						
Otros pasivos financieros, corrientes	296.561.941	397.096.796	487.849.383	433.738.680	395.509.114	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	61.518.026	88.164.693	89.952.863	100.678.669	112.967.490	Corriente
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	19.653.714	18.832.922	13.426.105	14.148.376	10.610.220	Corriente
Otras provisiones, corrientes	1.707.902	2.532.858	1.460.872	1.984.420	1.816.249	
Pasivos por impuestos corrientes	2.359.884	2.347.446	1.288.375	5.705.802	1.928.723	
Otros pasivos no financieros, corrientes	38.919	1.369.241	35.515	14.905	12.100	
Total pasivos corrientes	381.840.386	510.343.956	594.013.113	556.270.852	522.843.896	
M\$	81.171.740	106.997.615	103.378.968	114.827.045	123.577.710	
UF	3.640.963	4.684.505	4.435.046	4.662.630	4.875.458	

Luego de la discriminación de las cuentas, estimamos la razón de cálculo del CTON para proyectar la necesidad:

	2011	2012	2013	2014
Ventas (UF)	14.395.320,50	14.491.734,25	13.554.951,75	16.028.501,65
Liquidez (UF) - CTON	14.900.620	17.929.530	15.569.460	11.920.847
Activo corriente	18.541.583	22.614.035	20.004.506	16.583.476
Pasivo Corriente	3.640.963	4.684.505	4.435.046	4.662.630
RAZON: Liquidez corriente /Ventas	1,04	1,24	1,15	0,74
% PROMEDIO	1,04			

En directa relación con la estimación anterior (CTON) y alternativamente para determinar el exceso o déficit de capital de trabajo asociados a los periodos bases, es que identificamos el producto entre el RCTON (CTON/VENTAS) y 360 (Días anuales). De esta manera suponemos conservadoramente que un incremento en las ventas debe llevar consigo y en forma anticipada un aumento en el capital de trabajo, a modo de soportar dicho aumento.

Se muestra en el siguiente cuadro el CTON expresado en días venta:

	Días					
		2011	2012	2013	2014	PROMEDIO
CTON - Días venta	360	372,6	445,4	413,5	267,7	374,8

No obstante, el alto nivel de volatilidad de la industria, el crecimiento del sector o la estacionalidad tanto de las ventas como de los activos y pasivos corrientes. SOCOVESA S.A. ha podido administrar con relativo control sus necesidades de capital de trabajo, ajustado a un promedio.

La proyección sobre la base de los cálculos anteriores son las siguientes:

PROYECCION	2015*	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas proyectadas (UF)	9.137.706	12.183.608	11.835.525	11.085.882	9.571.798	8.410.499
Inversión en Capital de Trabajo	(-) 7.174.476	(-) 4.003.180	(-) 362.413	(-) 780.504	(-) 1.576.417	(-) 1.209.107

Por lo tanto, el exceso o déficit de capital de trabajo – que para este caso será DEFICIT – que impactará el patrimonio económico en la valoración será el siguiente:

CTON PROYECTADO	2015*	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas proyectadas (UF)	9.137.706	12.183.608	11.835.525	11.085.882	9.571.798	8.410.499
Proyección inversión de capital de trabajo	- 7.174.476	-3.171.296	362.412,92	780.504,20	1.576.416,53	1.209.106,67
Déficit Capital de Trabajo	- 2.859.555					

Ajustes al estado de resultados y obtención del valor terminal

(Cifras en UF)	2015 (*)	2015	2016
Ganancia (Pérdida)	712.396,91	828.185,93	1.005.686,66
(+) Depreciación y amortización	42.066,82	56.089,09	52.315,09
(-) Otros Ingresos por función (Después de impuestos)	-191.497,93	-255.331,00	-248.036,25
(+) Otros gastos por función (después de impuestos)	192.767,48	257.023,00	249.679,91
(-) Otras ganancias (perdidas) (Después de impuestos)	12.216,37	16.288,00	15.822,66
(-) Ingresos financieros	-34.832,24	-46.443,00	-45.116,13
(+) Costos financieros	559.189,71	745.586,00	724.284,77
(+/-) Diferencias de cambio	1,89	3,00	2,91
(+/-) Resultados por unidad de reajuste	44.606,93	59.476,00	57.776,78
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.336.915,93	1.660.877,01	1.812.416,39
(-) Inversión de Reposición	-42.066,82	-56.089,09	-52.315,09
(-) Nuevas Inversiones (activo fijo) / CAPEX	-198.552,94	-22.865,12	-20.077,45
(-) Inversión en capital de trabajo*	-517.029,36	-288.489,60	0,00
FLUJO DE CAJA LIBRE	579.266,81	1.293.433,21	1.740.023,86
Flujo de caja + Valor terminal	579.266,81	1.293.433,21	1.740.023,86

(Cifras en UF)	2017	2018	2019	2020
Ganancia (Pérdida)	990.010,71	837.581,59	934.425,50	934.425,50
(+) Depreciación y amortización	51.637,10	51.388,87	49.894,17	49.894,17
(-) Otros Ingresos por función (Después de impuestos)	-244.727,85	-238.301,85	-235.679,34	-235.679,34
(+) Otros gastos por función (Después de impuestos)	246.349,59	239.881,01	237.241,12	237.241,12
(-) Otras ganancias (perdidas) (Después de impuestos)	15.611,61	15.201,68	15.034,39	15.034,39
(-) Ingresos financieros	-44.514,36	-43.345,51	-42.868,49	-42.868,49
(+) Costos financieros	714.623,99	695.859,59	688.201,66	688.201,66
(+/-) Diferencias de cambio	2,88	2,80	2,77	2,77
(+/-) Resultados por unidad de reajuste	57.006,14	55.509,28	54.898,40	54.898,40
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.785.999,80	1.613.777,45	1.701.150,17	1.701.150,17
(-) Inversión de Reposición	-51.637,10	-51.388,87	-49.894,17	-49.894,17
(-) Nuevas Inversiones (activo fijo) / CAPEX	-43.239,45	-87.332,49	-66.983,76	
(-) Inversión en capital de trabajo*	0,00	0,00	0,00	
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.691.123,25	1.475.056,09	1.584.272,24	1.651.256,00
VALOR TERMINAL			33.375.466,17	
Flujo de caja + Valor terminal	1.691.123,25	1.475.056,09	34.959.738,42	

*Dada la proyección decreciente en los ingresos, no se considerará inversión en capital de trabajo para los periodos proyectados.

VALORACION ECONOMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCION

Para obtener la valoración económica del precio de la acción de SOCOVESA S.A. se calculó el valor actual neto de los flujos de caja libre al 30 de septiembre de 2015, más el valor terminal proyectado como perpetuidad.

Los flujos descontados a la tasa de costo capital desde el cierre del año 2015 más los periodos futuros 2016 al 2020, e impactando tanto los excesos de capital de trabajo como la deuda financiera su pudo obtener el patrimonio económico, como resultado el siguiente cuadro:

Valores en UF:

Cuadro N° 25: Resumen valoración por flujo de caja descontado

VALORACION	
VAN Flujo de caja libre	24.965.652,24
Exceso de capital de trabajo (base 360 días)	-2.859.555,39
Valor total de activos	22.106.096,85
Activos prescindibles	587.560,88
Deuda Financiera (Corriente + No corriente)	-17.367.520,12
(=) Patrimonio Económico	5.326.137,61
Nro. Acciones suscritas y pagadas	1.223.935.691
VALOR PROYECTADO DE LA ACCIÓN AL 30/09/2015	110,30
Valor real de la acción a igual periodo	123,00
Variación porcentual valor de acción estimada y valor de mercado al 30/09/2015	-10,3%

En resumen el valor de la acción proyectada y calculada al 30 de septiembre de 2015, como resultado del patrimonio económico expresado en UF (a) sobre el total de acciones suscritas y pagadas (b), es de **110,30 pesos por acción**.

CONCLUSIONES

La valoración de constructora SOCOVESA S.A. mediante el método de Flujo de Caja Descontado nos ha permitido evidenciar los comportamientos de gestión interna y de mercado, este último con repercusión directa en la gestión de sus flujos. Ambas visiones en el comportamiento de gestión han sido factores relevantes para el establecimiento de mecanismos de medición (del comportamiento pasado y futuro) y toma de decisiones a la hora de valorar por medio de este modelo. La explicación de las tendencias a futuro que tendrá el sector inmobiliario, las proyecciones que se sustentan en las operaciones internas de la empresa en estudio y el bajo ritmo de crecimiento de la industria de la construcción, fueron el punto de partida para la exploración de factores y causales que ayudaron a determinar impactos relevantes e inversamente proporcionales, en algunos casos, a la tendencia creciente que se pretendía encontrar. Dilucidando por ejemplo el porqué de:

- Un pronóstico de sobre demanda.
- El deterioro de las expectativas y la baja en los precios de las viviendas.
- La sobre venta o anticipación de compra en el periodo 2015.
- La sobreestimación en la venta de viviendas.
- Impactos tributarios para la adquisición de viviendas.

Todo ello permite prever el decrecimiento y estancamiento en los porcentajes asignados a SOCOVESA S.A. independiente de su buen posicionamiento en el mercado (12,9% para la venta de casas y 8,6% en la venta de departamentos). Lo que sin duda alguna ha venido siendo el espejo de su precio accionario (\$123 p/acción)

Por último, fue posible asignar un precio razonable al análisis de valoración para SOCOVESA S.A – **110,3 pesos por acción** – de acuerdo con el método de flujo de caja descontado, considerando todos los impactos detallados a lo largo del informe y enumerados en párrafos precedentes. Valor que si bien es cierto, no se condice con el precio otorgado por el mercado, es un precio justo mirando la valoración a la fecha actual y ajustando la visión futura del comportamiento de la industria y los pronósticos establecidos ex ante por los organismos pertinentes (CCHC).

No obstante y sin lugar a duda, el pilar fundamental para dicho establecimiento de precio también se cimienta en la robustez de la compañía en el mercado local, su capacidad de financiamiento y alto nivel patrimonial, pudiendo responder a las distintas condiciones y ciclos tan volátiles de mercado que actualmente empujan el valor a la baja. Pero, un repunte en el crecimiento interno, un incentivo a la inversión o un cambio de gabinete administrativo país puede mover nuevamente las pendientes de sus ingresos y forzar un alza en el valor de la acción. Pues bien, en un mercado que mira constantemente al desarrollo, el sector de la construcción se convierte inconscientemente en un “bien país” de primera necesidad.

ANEXOS

Bibliografía

- Análisis razonados, Estados Financieros de Socovesa S.A. (Desde los años 2011 al 2015). Memorias de Socovesa S.A., año 2014 – Obtenidos desde página WEB de la Superintendencia de Valores y Seguros: www.svs.cl –
- Análisis razonados a septiembre de 2015 para las empresas Besalco S.A, Paz Corp S.A, Salfa Corp S.A – Obtenidos desde la página WEB de la Superintendencia de Valores y Seguros: www.svs.cl –
- Precios accionarios de Socovesa S.A. y precios de los índices IPSA e IGPA entre los años 2009 y 2015 – Obtenidos desde la página WEB de la Bolsa de Comercio de Santiago: www.bolsadesantiago.com –
- Centro de información, indicadores y publicaciones (Índice venta de materiales – permisos de edificación – Índice real de precios de viviendas – IMACON – MACH) de la CCHC – Obtenidos desde la página WEB de la Cámara Chilena de la Construcción: www.cchc.cl –
-
- Carlos Maquieira Villanueva, Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica

Información de respaldo

- Diario Financiero Online: <http://www.df.cl/noticias/empresas/industria/venta-de-viviendas-se-desploma-mas-de-40-y-se-modera-alza-en-el-precio/2016-04-28/105116.html>
- Diario “El Mercurio

