



VALORACIÓN DE EMPRESA SOCOVESA S.A. Mediante metodología de múltiplos

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

**Alumno: Cristina Gutiérrez Frez
Profesor Guía: Arturo Rodríguez**

Santiago, Abril 2014

***VALORACIÓN DE EMPRESA SOCOVESA S.A.
MEDIANTE MÉTODOLOGÍA DE MULTIPLOS
PARA LA TITULACION DE MAGÍSTER EN FINANZAS***

Marzo 2014

Alumna: Cristina Gutiérrez Frez

Profesor: Arturo Rodríguez

1. DEDICATORIA

Dedico este trabajo a personas muy importantes en mi vida, que le dieron un impresionante giro motivacional a lo que alguna vez planifiqué para mi futuro personal y profesional.

Me siento muy afortunada de que sean parte de este logro y es por ello que agradezco todo el apoyo que me han brindado. Muchísimas gracias por esa palabra, por ese consejo y por ese aliento que llegó en el momento preciso y en el lugar adecuado.

2. TABLA DE CONTENIDOS

1.	DEDICATORIA.....	2
2.	TABLA DE CONTENIDOS.....	3
3.	RESUMEN EJECUTIVO	4
4.	METODOLOGÍA	5
4.1.	MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS (CASH FLOWS)	7
4.2.	MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS (MÚLTIPLOS)	8
4.2.1.	<i>Múltiplos basados en las ganancias de la empresa</i>	9
4.2.2.	<i>Múltiplo basados en las ventas o ingresos percibidos</i>	10
4.2.3.	<i>Múltiplos basados en el valor libro de la empresa</i>	10
5.	DESCRIPCION DEL EMPRESA E INDUSTRIA.....	12
5.1.	DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	12
5.2.	IDENTIFICACIÓN DE LA EMPRESA SOCOVESA S.A.	13
5.3.	IDENTIFICACIÓN DE LA EMPRESAS COMPARABLES	17
5.3.1.	<i>Salfacorp S.A.</i>	17
5.3.2.	<i>Paz Corp S.A.</i>	18
5.3.3.	<i>Besalco S.A.</i>	19
6.	DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	22
7.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	33
8.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS	38
8.1.	INDICADORES DE LA CUENTA DE RESULTADOS REPRESENTATIVOS EN LA INDUSTRIA DE CONSTRUCCIÓN.....	38
8.2.	INDICADORES DE LA CUENTA DE RESULTADOS DE SOCOVESA S.A.....	45
9.	CONCLUSIONES DE LA VALORACION UTILIZANDO MÉTODO DE MULTIPLOS.....	53

3. RESUMEN EJECUTIVO

Este trabajo compila el resultado de la valoración de la sociedad anónima abierta SOCOVESA S.A., cuyas acciones se transan en la Bolsa de Santiago desde 2007, utilizando el método de valoración por múltiplos de empresas que pertenecen a la misma industria.

El desarrollo de este documento se resume en cinco etapas. En una primera etapa de esta tesis se hace un resumen de los métodos de valoración, enfocándose especialmente en un estado del arte de los métodos por múltiplos. En segundo lugar, se hace una descripción de empresas comparables a la analizada en el rubro de la construcción. Posteriormente se realiza una estimación del costo patrimonial y el costo de capital de la empresa Socovesa S.A. Los resultados obtenidos para ambas tasas corresponden a un 14,97% y un 8,41% respectivamente. En una cuarta etapa se recoge la información financiera relevante tanto de la empresa en estudio como de la empresa comparable, para construir los ratios financieros que permiten obtener como resultado una estimación del precio de la acción y del valor económico de SOCOVESA. Finalmente, se realiza un análisis de los antecedentes obtenidos y la coherencia de los resultados.

Las principales conclusiones de este trabajo se resumen en el siguiente itemizado:

- El grupo de empresas que se selecciona como parte de la industria comparable, afecta significativamente la magnitud de los múltiplos que se utilizan para valorar la empresa en estudio.
- El precio de la acción de Socovesa considerando a empresas con fuerte presencia en ingeniería y construcción tiende a sobrevalorar el precio de la acción en el mercado, utilizando múltiplos basados en valor libro.
- El precio de la acción de Socovesa considerando empresas focalizadas en sector inmobiliario tiende a estimar el precio de la acción en valores a la par con el mercado, cuando se utilizan múltiplos basados en valor libro.
- No existe patrón de sobrevaloración o subvaloración del precio de la acción al utilizar información financiera anual de la empresa y sus comparables. Sin embargo, múltiplos basados en los ingresos parecen no ser un buen predictor del precio de la acción de SOCOVESA.

4. METODOLOGÍA

La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? (Fernández, 2013).

La valoración de una empresa puede servir para múltiples fines:

- Operaciones de compra-venta: Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar. Para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.
- Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa: Permiten comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado
- Salidas a bolsa: La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
- Herencias y testamentos: La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
- Sistemas de remuneración basados en creación de valor: La valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
- Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers): Permiten identificar las fuentes de creación y destrucción de valor
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.
- Planificación estratégica: Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.
- Procesos de arbitraje y pleitos: Requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios, la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez

Los principales métodos de valoración de empresas que actualmente existen se pueden clasificar en 6 grupos:

Principales métodos de valoración					
Balance	Cuenta de Resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuento de Flujos	Creación de valor	Opciones
Valor Contable	Múltiplos de:	Clásico	Free Cash Flow	EVA	Black & Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos contables europeos	Cash Flow Acciones	Beneficio Económico	Opción de invertir
	Ventas	Renta Abreviada	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
	EBITDA	Otros	Capital Cash Flow	CFROI	Aplazar la inversión
	Otros Múltiplos		APV ¹		Usos alternativos

Cuadro 1: Principales métodos de valoración de empresas (Fernández, 2013)

¹ Enfoque de Valor Presente Ajustado

4.1. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)

Método ampliamente utilizado para estimación del valor de una empresa que considera el valor del dinero a través del tiempo por lo que a diferencia de otros métodos permite proyectar explícitamente rendimientos y comportamientos futuros.

Esta metodología se realiza a través de la estimación de los flujos de dinero –cash flows- que generará en el futuro, los que son descontados a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa -suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados. Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, la devolución de créditos, entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería de la empresa. En esta valoración la tasa de descuento será una función del riesgo del flujo estimado, con tasas más altas para activos más riesgosos y tasas más bajas para activos más seguros.

El Método de Flujo de Caja Descontado estima el valor "intrínseco" del negocio en términos absolutos. Por consiguiente, la actitud actual del mercado no afecta la valoración tan fuertemente como en el caso de las valoraciones relativas, consiguiendo estimaciones más precisas a largo plazo, aunque sea discutible.

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos comienzan con la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Siendo:

CF_i=Flujo de fondos generado por la empresa en el período i.

VR=Valor Residual de la empresa en el año n, valor que puede calcularse descontando los flujos a partir del período n. Lo cual se puede realizar suponiendo una tasa constante de crecimiento (g) de los flujos a partir del año n, aplicando la fórmula=
 $VR_n = CF_n(1+g)/(k-g)$.

K= Tasa de descuento apropiado para el riesgo de los flujos de fondos

Para entender cuáles son los *cash flows* básicos que se pueden considerar en la valoración se adjunta un esquema de las distintas corrientes de fondos que genera una empresa y las tasa de descuento apropiada para cada flujo. Existen tres flujos de fondos básicos: flujo de fondos libre, flujo de fondo para los accionistas y flujo de fondos para los proveedores de la deuda:

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre	WACC. Costo ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. Capital <i>cash flow</i>	WACC antes de impuesto

4.2. Métodos basados en la cuenta de resultados (Múltiplos)

A diferencia del método de flujo de caja libre, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Para valorar la empresa utilizando múltiplos, es necesario obtener los ratios basados en la cuenta de resultados de empresas comparables.

Existe evidencia que muestra que los múltiplos casi siempre tienen una gran dispersión en los resultados de valoración que estos presentan, dependiendo del tipo de múltiplos que se utilice. Por este motivo las valoraciones realizadas por múltiplos son casi siempre muy cuestionables.

Sin embargo, los múltiplos sí son útiles en una fase de la valoración comparativa: una vez realizada la valoración por flujos, una comparación con los múltiplos de empresas comparables permite calibrar la valoración realizada e identificar diferencias entre la empresa valorada y las comparables (Fernández, 2013).

4.2.1. Múltiplos basados en las ganancias de la empresa

Esta clasificación agrupa los múltiplos cuyo denominador está asociado a las utilidades de la empresa, ya sea considerando o no el efecto de los impuestos, amortizaciones y gastos financieros.

Ratio Precio Utilidad (PE o PER²): Permite obtener el valor de las acciones de una empresa multiplicando el beneficio neto actual por el coeficiente PER. Este coeficiente se define como:

$$PER = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Beneficio(Utilidad) Neto Total}} = \frac{\text{Precio Acción}}{\text{Beneficio(Utilidad) por acción}}$$

Ratio Enterprise Value (EV) to EBITDA: Este múltiplo usa como numerador la suma de la capitalización bursátil (equivalente al patrimonio económico de la empresa) y la deuda financiera de la empresa menos el efectivo y equivalentes. Esta suma se denomina valor de la empresa (EV).

$$EV = \text{Valor de la empresa} = \text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda Financiera} - \text{efectivo}$$

El ratio EV/EBITDA³ es uno de los múltiplos más utilizados por los analistas, aunque el EBITDA tiene algunas limitaciones⁴, tales como:

- No incluye los cambios en las necesidades de fondos operativos

² Price Earnings Ratio

³ Enterprise Value/Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization.

⁴ Un informe más extenso sobre las limitaciones identificadas sobre el EBITDA se encuentran en *Putting EBITDA In Perspective*, Moody's Investors Service, Junio de 2000.

- No considera inversiones en activos.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Beneficio(Utilidad) antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización}}$$

Ratio Enterprise Value (EV) to EBIT: Similar al múltiplo anterior, pero en este caso el denominador es el EBIT: Ganancias antes de intereses e impuestos.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Beneficio(Utilidad) antes de impuestos e intereses}}$$

4.2.2. Múltiplo basados en las ventas o ingresos percibidos

Esta clasificación agrupa los múltiplos cuyo denominador está asociado a las ventas y/o ingresos de la empresa. El método consiste en determinar el valor de la firma en función del multiplicador ventas. La valoración simplemente consiste en multiplicar las ventas de la empresa por un coeficiente calculado con empresas comparables del mismo sector industrial.

Ratio Precio - Ventas (Price to sales, PS):

$$PS = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Precio Acción}}{\text{Ventas por Acción}}$$

Ratio Valor de la empresa – Ventas (Enterprise Value to Sales, VS):

$$VS = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}}$$

4.2.3. Múltiplos basados en el valor libro de la empresa.

Ratio Precio-Valor libro del patrimonio: Es un múltiplo recomendado para empresas con crecimiento constante. Permite cuantificar la relación entre el valor de mercado y el

valor contable de la empresa. Es muy usado para valorar bancos, sector inmobiliario y seguros (Fernández, 2013).

$$PBV = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Patrimonio a valor libro}} = \frac{\text{Precio Acción}}{\text{Patrimonio por acción}}$$

Ratio Valor de Mercado - Valor Libro de la empresa:

$$VB \left(\frac{\text{valor mercado}}{\text{valor libro}} \right) = \frac{\text{Patrimonio Económico (cap. bursátil)} + \text{Deuda financiera}}{\text{Patrimonio a valor libro} + \text{Valor libro de la Deuda}}$$

Otros múltiplos utilizados para valoración:

- P/CE relativo: Capitalización / Cash flow contable (beneficio neto más depreciación y amortización)
- EV/FCF: Valor de la empresa / Flujo de Caja Libre

En función del sector industrial que se esté analizando, algunos múltiplos son más adecuados que otros para la valoración de la empresa en estudio.

Sector	Subsector	Múltiplos más utilizados
Automóvil	Fabricantes Corporaciones	P/S P/CE relativo y P/S
Bancos		P/BV
Construcción		EV/FCF, PER, EV/EBITDA
Servicios		EV/EBITDA, PER
Inmobiliaria		EV/EBITDA; P/P(valor libro)
Tecnología	Software, equipo, semiconductores	PER
Materiales	Papel Químico Metales y minería	P/BV EV/EBITDA, EV/S, EV/EBITDA EV/EBITDA

Cuadro 2: Múltiplos más utilizados en distintos sectores industriales, extracto (Fernández, 2013)

5. DESCRIPCIÓN DEL EMPRESA E INDUSTRIA

5.1. Descripción de la Industria

Según información del Banco Central de Chile, la industria de la construcción representa aproximadamente un 7% del Producto Interno Bruto del país. Históricamente, esta industria ha estado estrechamente vinculada a las fluctuaciones económicas del país, tendiendo a ser pro cíclica, es decir, en periodos de expansión económica, la industria crece más que el promedio, mientras que en periodos de contracción, retrocede más que el promedio. Siendo afectada además por variables macroeconómicas como la inflación y la tasa de interés de largo plazo, el nivel de empleo y masa salarial, las políticas de subsidios habitacional y el nivel de inversión tanto pública como privada, en los distintos sectores industriales.

De acuerdo a los datos de la consultora “Real Data Consultores Inmobiliarios” y a la facturación de la Compañía durante el año 2012, Empresas Socovesa mantuvo una participación en el mercado inmobiliario de casas nuevas de la Región Metropolitana de un 5,4% y de 7,1% en el mercado de departamentos nuevos. Asimismo, en el mercado nacional, considerando las ciudades en las que participa la Compañía, Empresas Socovesa alcanzó una participación de mercado de 8,67%.

El líder del mercado inmobiliario es Socovesa S.A., (con la compra de Almagro S.A. alcanzó un 5,5% de participación en 2008). Salfacorp S.A. se situó en segundo lugar con un 4,5% (tras la fusión con Aconcagua S.A.). Paz Corp, tiene un 2,3 % de participación.

Otros competidores importantes son: PY, Euro Inmobiliaria, Stitchkin, Gimax, Ad Portas, EMM, Delta, Icafal, Armas, Besalco, Simonetti, Habitaria, Enaco, Fernandez Wood y Penta.

5.2. Identificación de la empresa Socovesa S.A.

Regulación

Las actividades de Empresas Socovesa están sujetas a una estricta regulación y dependen, además, del otorgamiento de permisos y licencias de construcción, uso de suelos y regulaciones ambientales. La industria está sujeta a modificaciones a la actual regulación en cuanto a obtención de permisos, planos reguladores, leyes tributarias, exigencias ambientales e inversión obligatoria. Cambios de este tipo pueden afectar la factibilidad y rentabilidad de los proyectos de la Compañía. Las principales instituciones reguladoras son:

- 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
- Empresas de Agua Potable y Alcantarillado (Aguas Andina)
- Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC)
- Comisión Nacional del Medio Ambiente (CONAMA)
- Servicio de Impuestos Internos (SII)

Tipo de Operación

Compañía inmobiliaria y constructora cuya cadena de valor abarca desde la decisión de llevar a cabo un proyecto hasta el servicio de postventa. El grupo inicia sus actividades en 1965 como una pequeña empresa constructora en Temuco (Socoviga) por el socio Eduardo Gras Díaz, contando a la fecha con más de 45 años de experiencia en la industria de la construcción en Chile. En 1982, se constituye SOCOVESA S. A. (Sociedad Constructora de Viviendas Económicas) empresa orientada a entregar servicios asociados al área Inmobiliaria (85% de los ingresos totales a Dic. 2012) y al área de Ingeniería y Construcción (15% de los ingresos totales) a través de su filial Socovesa Ingeniería y Construcción S.A., SOCOICSA. La compañía es el mayor grupo inmobiliario que opera en Chile, contando con presencia entre la IV y XII Región.

En el año 2007 Socovesa adquirió el 100% de la propiedad de Almagro, para expandirse al segmento de departamentos y en ese mismo año realizó la apertura a la bolsa local del 25% de su propiedad, mediante la emisión de 306 millones de nuevas acciones, a \$ 265 c/u (que permitió recaudar MMUS\$ 161).

Filiales:

El negocio inmobiliario está organizado en filiales estructuradas según cinco unidades de negocios:

1.-Regional Santiago: agrupa los proyectos entre las regiones IV y VI e incluye a las filiales Constructora Socovesa Santiago, Inmobiliaria Socovesa Santiago y filiales.

2.-Regional Temuco: abarca los proyectos la VII a IX región e incluye a Inmobiliaria Socovesa Temuco, Inmobiliaria Araucanía y Constructora Socovesa Temuco S.A

3.-Regional Valdivia: lo forman las sociedades con proyectos desde Valdivia hacia el sur e incluye a Inmobiliaria Socovesa Valdivia, Inmobiliaria Misiones y Constructora Socovesa Valdivia.

Adicionalmente, se destaca entre las filiales a las Sociedades Comercializadoras en las tres Regionales, dedicadas a la comercialización y venta de viviendas y su propiedad se comparte con ejecutivos de la empresa como una manera de hacerlos partícipes en los resultados de la compañía.

4.- Almagro S.A.: abarca los proyectos ubicados en la Región Metropolitana y al Norte principalmente edificios en altura.

5.- Pilares: Filial creada como Socovesa V.S. en junio del año 2008 que busca satisfacer las necesidades del segmento de viviendas con subsidio en la Región Metropolitana.

6.- Por su parte el área de Ingeniería y Construcción está a cargo de sus filiales Socoicsa Construcción y Socoicsa Montajes, siendo su foco de negocio la construcción de obras civiles para mandantes públicos y privados.

En resumen las filiales de la compañía son las siguientes:

- 1.- Inmobiliaria Socovesa Santiago S.A. RUT: 96.757.030-3
- 2.- Constructora Socovesa Santiago S. A. RUT: 99.558.680-0
- 3.- Inmobiliaria Socovesa Temuco S.A. RUT: 96.76.320-6
- 4.- Constructora Socovesa Temuco S.A. RUT: 96.797.930-9
- 5.- Inmobiliaria Socovesa Valdivia S.A. RUT: 96.782.090-3
- 6.- Constructora Socovesa Sur S.A. RUT: 96.791.150-K
- 7.-Almagro S.A. RUT: 88.452.300-1
- 8.- Inmobiliaria Socovesa V.S. S.A. RUT: 76.026.047-9
- 9.- Socovesa Desarrollos Comerciales S. A. RUT: 76.113.822-7
- 10.- Socovesa Ingeniería y Construcciones S. A. RUT: 96.789.820-1
- 11.- Inmobiliaria Linderos S. A. RUT: 76.913.170-1

Accionistas Mayoritarios

La estructura societaria de la compañía está agrupada de la siguiente manera:

- Familia Gras, 51,83%
- Personas jurídicas, 33,29%
- Familia Negrón, 13,19%
- AFP, 1,24%
- Personas naturales, 0,45%

Los 12 Principales Accionistas son:

N°	Nombre del accionista	% de la Propiedad
1	Inversiones San Miguel Ltda.	24,05%
2	Asesorías e Inversiones San Antonio Ltda.	13,06%
3	Inversiones Jopadi Ltda.	5,55%
4	Asesorías y Construcción Ltda.	3,87%
5	Inversiones San Javier Ltda.	3,74%
6	Asesorías Agrícolas San Manuel Ltda.	3,72%
7	Asesoría e Inversiones Santa María Ltda.	3,69%
8	Inversiones Camino de Luna Ltda.	3,69%
9	Moneda S.A. AFI para pionero Fondo de Inversión	3,58%
10	Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	3,33%
11	G y A S.A.	3,36%
12	Chile Fondo de Inversión Small Cap	2,31%
13	Otros	26,04%
Total		100%

Cuadro 3. Principales accionistas Socovesa S.A.

El controlador de la Compañía es el señor Eduardo Gras Díaz y familia, a través de Inversiones San Miguel Ltda., con un 24,05%; Inversiones Jopadi Ltda., con un 5,55%; Asesorías y Construcción Ltda., con un 3,87%; Inversiones San Javier Ltda., con un 3,74%; Asesorías Agrícolas San Manuel Ltda., con un 3,72%; Inversiones Camino de Luna Ltda., con un 3,69%; Asesorías e Inversiones Santa María Ltda., con un 3,69%; G y A S.A., con un 3,36%; Inversiones Río Moldava Ltda., con un 0,06% e Inversiones Marlit S.A., con un 0,000004%. Al 31 de diciembre de 2012, el señor Justino Negrón Bornand y familia contaba con el 13,2% de las acciones de la Sociedad a través de Asesorías e Inversiones San Antonio Ltda., Asesorías e Inversiones GN Ltda. y a título personal. A esa fecha, los ejecutivos y empleados de Empresas Socovesa mantenían el 4,5% de la propiedad de la Compañía.

5.3. Identificación de la empresas comparables

Se seleccionaron solo empresas de la industria que transan en bolsa solo en Chile, ya que este sector inmobiliario es un sector de características muy singulares para Chile lo que hace incorrecto comparar con empresas extranjeras al menos en este ámbito. Las siguientes tablas entregan una descripción general de cada una de estas empresas.

5.3.1. Salfacorp S.A.

Empresa constituida en Chile en el año 1929 bajo el nombre de Salinas y Fabres Hermanos Ltda., abarcando el área de negocios de Ingeniería y Construcción, ejecutando en sus inicios obras de importante valor patrimonial como el Estadio Nacional (1938) el Templo Votivo de Maipú (1946) y la Clínica Santa María (1958) entre otras.

Entre las décadas del '50 al '80 aumentan la especialización y en los '90 se realizó la apertura de la Empresa de Montajes Industriales Salfa S.A. Ese mismo año se constituye la Sociedad Salfa Inmobiliaria S.A. Actualmente conforma uno de los principales grupos de empresas chilenas con presencia internacional (Perú, Argentina, Colombia, entre otros), ligada al sector de la Ingeniería, Construcción e Inmobiliario, liderando los mercados de Montajes Industriales y Obras Civiles.

Los dos negocios más importantes de la compañía son:

1. 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 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.

2. 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.

5.3.2. Paz Corp S.A.

Paz Corp es una empresa inmobiliaria chilena con presencia en Chile, Perú y Brasil. Posee una trayectoria de más de 40 años en el desarrollo de viviendas accesibles para la clase media, con un enfoque en la innovación y la calidad.

En estas cuatro décadas ha concretado más de 150 proyectos y 25 mil viviendas. Presenta un modelo de negocio integrado, que contempla diversas etapas: el estudio del mercado inmobiliario, la elección y compra de terrenos; la arquitectura y gestión inmobiliaria; la construcción de los proyectos; la comercialización y el servicio de post venta. Esta integración, su excelencia en gestión y sólido conocimiento del negocio le han permitido posicionarse como una de las principales firmas del rubro en Chile y Perú.

Para la gestión del negocio, la Administración utiliza el criterio de segmentación geográfica considerando los países en que la Sociedad tiene operaciones y están alocados sus activos (Chile, Perú y Brasil).

Adicionalmente, la Administración también utiliza el criterio de segmentación por línea de negocios para analizar la gestión de la Sociedad, esto es (i) el negocio inmobiliario, (ii) el negocio de servicios y (iii) el negocio de arriendo de maquinarias. Sin embargo

cuenta con una única unidad de negocios a nivel de información financiera ya que tanto servicios como arriendo vinculan sus flujos al negocio inmobiliario por tanto no se puede obtener EBITDA por estas tres subunidades. El EBITDA total del negocio fue para el 2012 MM\$16.943.

5.3.3. Besalco S.A.

Besalco S.A. se formó el 27 de marzo de 1944 como sociedad de responsabilidad limitada, siendo socio fundador don Víctor Bezanilla Salinas. Posteriormente, en febrero de 1965, se constituyó en Sociedad Anónima. Empresa dirigida principalmente al mercado de construcción de obras civiles, montaje industrial y edificaciones; también participa en el desarrollo inmobiliario en Chile y en el extranjero (Perú), en el área de servicios tales como concesiones, explotación minera, explotación forestal, etc. y en el rubro de infraestructura, inmobiliario, viviendas, obras sanitarias, aguas subterráneas, montajes, túneles, cárceles, establecimientos médicos, metro, etc. , las que ejecuta directamente o a través de las empresas filiales y coligadas, tanto en el mercado nacional como en el internacional.

En el desarrollo de sus actividades Besalco S.A. se estructura sobre la base de las actividades propias del sector construcción, para ello se han determinado los siguientes segmentos relevantes:

- Construcción de infraestructura, Obras Civiles y Montajes Industriales
- Inmobiliario
- Concesiones (autopistas)
- Servicios de Maquinarias
- Servicio Maquinaria Alto Tonelaje
- Negocios internacionales

Besalco Construcciones S.A. se dedica a la gestión y ejecución de contratos de obras viales para entidades privadas y públicas, obras portuarias, túneles, obras sanitarias, tuberías industriales, manejo de relaves para la gran minería, obras subterráneas, centrales hidroeléctricas, obras de edificación para clientes públicos y privados, obras

de metro y proyectos de infraestructura privada. Estos contratos son ejecutados directamente o a través de empresas filiales o coligadas (Consortios). Esta empresa presenta un EBITDA 2012 de MM\$8.326, lo que representa un 13% de la generación total.

Besalco Maquinarias S.A. se dedica al arriendo y prestación de Servicio Integral con Maquinaria pesada. La empresa presenta un EBITDA 2012 de MM\$18.323, lo que representa un 28% de la generación total.

Besalco Inmobiliaria S.A. dedicada a la construcción y venta de viviendas y en general ejecución de trabajos obras o servicios vinculadas directa o indirectamente a la construcción de inmuebles sea por cuenta propia o ajena. La empresa presenta un EBITDA 2012 de MM\$5.167, lo que representa un 8% de la generación total.

Besalco MD Montajes S.A. se dedica a atender principalmente el mercado de proyectos industriales tanto en el sector de la minería como del papel, celulosa, madera, petróleo, gas, petroquímica, alimentos, cemento, tratamientos de aguas, infraestructura y otros. La empresa presenta un EBITDA 2012 de MM\$3.061, lo que representa un 5% de la generación total.

Besalco S.A. (Perú) dedicada a proyectos inmobiliarios, de obras civiles y concesiones en Perú. Presenta un EBITDA 2012 de MM\$5.043, lo que representa un 8% de la generación total.

Besalco Cerro Alto S.A. dedicada al transporte interno de material de baja ley de cobre a los depósitos establecidos para su proceso de extracción de cobre en la mina Escondida de BHP Billiton. Presenta un EBITDA 2012 de MM\$ 13.640, lo que representa un 13% de la generación total.

Otros Negocios: Besalco Concesiones S.A. dedicada a las concesiones de obras públicas impulsadas por el Ministerio de Obras Públicas y las principales Municipalidades del país para el caso de concesiones de estacionamientos

subterráneos y Kipreos Ingeniero S.A. y Kipreos Aéreos S.A., estas últimas dos compañías se incorporaron al grupo Besalco en Septiembre de 2011 mediante la adquisición del 68% de sus acciones. En el desarrollo de sus proyectos de construcción de líneas de transmisión sólo requiere de financiamiento de capital de trabajo que se efectúa mediante su caja autogenerada, con un EBITDA grupal (no detallado) de MM\$10.906, lo que representa un 17% de la generación total de la matriz.

6. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Para este punto, se realizó búsqueda de bonos corporativos en la información disponible por la SVS, sección: Emisores de Valores - Emisión de bonos - Bonos Corporativos, colocación y deuda vigente. Adicionalmente se revisó las notas de los Estados Financieros entre 2009 y 2013.

En conclusión, se determina que no existen bonos corporativos vigentes para esta compañía.

En reemplazo de lo anterior, se detalla el costo de la deuda financiera de Socovesa S.A. El detalle del desglose de monedas y vencimientos para los cierres al 30 de junio de 2013 es el siguiente:

Cuadro 4: Instrumentos de deuda financiera Socovesa S.A.

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente				No Corriente		
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	PENTA	PESOS	6,45%	4.895.28			4.895.28			
Chile	PENTA	PESOS	6,35%		1.220.85		1.220.85			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	485.11			485.115			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.534.79			1.534.79			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	444.21			444.215			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	4.063.97			4.063.97			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	570.55			570.557			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	788.44			788.445			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.446.56			1.446.56			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.608.66			1.608.66			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	993.26			993.261			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.740.64			1.740.64			
Chile	BCI	UF	3,30%		2.190.60		2.190.60			
Chile	BCI	PESOS	6,96%	3.295.66			3.295.66			
Chile	BCI	PESOS	6,96%	1.769.95			1.769.95			
Chile	BCI	PESOS	7,32%		2.258.96		2.258.96			
Chile	BCI	PESOS	7,32%		1.542.45		1.542.45			
Chile	BCI	PESOS	6,60%	1.371.21			1.371.21			
Chile	BCI	PESOS	6,96%	3.110.14			3.110.14			
Chile	BCI	PESOS	6,60%	2.174.45			2.174.45			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente				No Corriente		
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	BCI	PESOS	6,60%	2.309.43			2.309.43			
Chile	BCI	PESOS	6,60%		1.379.04		1.379.04			
Chile	BCI	PESOS	6,60%	2.315.19			2.315.19			
Chile	BCI	PESOS	6,60%		5.757.03		5.757.03			
Chile	BICE	PESOS	6,96%			1.018.40	1.018.40			
Chile	BICE	PESOS	7,74%	1.767.72			1.767.72			
Chile	BICE	PESOS	6,90%		1.374.29		1.374.29			
Chile	BICE	PESOS	7,62%		2.040.64		2.040.64			
Chile	BICE	PESOS	7,74%	1.716.38			1.716.38			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			1.136.72	1.136.72			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			1.000.89	1.000.89			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente			No Corriente			
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	CHILE	PESOS	6,48%			8.279.38	8.279.38			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,24%			599.05	599.053			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,96%			3.490.93	3.490.93			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,72%		1.606.99		1.606.99			
Chile	CORPBANCA	UF	4,05%			801.46	801.463			
Chile	CORPBANCA	UF	3,75%		192.81	22.852.67	23.045.489			
Chile	ESTADO	UF	5,31%	298.05			298.052			
Chile	ESTADO	PESOS	6,76%		955.15		955.15			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		512.79		512.791			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		508.23		508.232			
Chile	ESTADO	US\$	1,30%			3.958.95	3.958.95			
Chile	ESTADO	US\$	1,22%			2.819.38	2.819.38			
Chile	ESTADO	US\$	1,27%			614.17	614.17			
Chile	ESTADO	US\$	1,27%			388.65	388.657			
Chile	ESTADO	US\$	1,27%			597.97	597.978			
Chile	ESTADO	US\$	1,27%			356.71	356.711			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		7.826.84		7.826.84			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	4.593.09			4.593.09			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,86%	2.019.55			2.019.55			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,94%		2.687.58		2.687.58			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente				No Corriente		
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	SANTANDER	PESOS	6,86%	1.009.77			1.009.77			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,86%	1.009.77			1.009.77			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,86%	3.281.77			3.281.77			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	3.229.84			3.229.84			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	2.975.44			2.975.44			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	6.093.51			6.093.51			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,86%	3.433.23			3.433.23			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,86%	2.289.92			2.289.92			
Chile	SANTANDER	PESOS	7,00%		3.773.93		3.773.93			
Chile	CHILE	PESOS	7,20%		85.011		85.011			
Chile	CHILE	PESOS	7,20%		157.42		157.427			
Chile	BCI	PESOS	0,00%	33.383			33.383			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	3.393.491			3.393.491			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.365.262			1.365.262			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.005.800			1.005.800			
Chile	BANCO	PESOS	6,40%		2.298.590		2.298.590			
Chile	BANCO	PESOS	6,40%		6.897.228		6.897.228			
Chile	BANCO	PESOS	6,53%		2.291.457		2.291.457			
Chile	BCI	UF	5,10%			2.898.847	2.898.847			
Chile	BCI	UF	3,30%		2.620.721		2.620.721			
Chile	BCI	PESOS	6,60%	3.851.553			3.851.553			
Chile	BCI	PESOS	6,84%		4.468.910		4.468.910			
Chile	BCI	PESOS	6,96%	1.520.999			1.520.999			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente				No Corriente		
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	BCI	PESOS	6,96%	1.835.496			1.835.496			
Chile	BCI	PESOS	6,60%		4.331.335		4.331.335			
Chile	BCI	PESOS	6,60%	1.050.879			1.050.879			
Chile	BCI	PESOS	6,96%	920.953			920.953			
Chile	BICE	PESOS	7,44%	10.925.223			10.925.223			
Chile	BICE	PESOS	6,90%		458.263		458.263			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,96%			2.041.999	2.041.999			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,96%			1.269.916	1.269.916			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,96%			7.355.282	7.355.282			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,72%		2.504.667		2.504.667			
Chile	CORPBANCA	PESOS	6,60%	2.817.695			2.817.695			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		16.759.325		16.759.325			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		1.284.698		1.284.698			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		512.369		512.369			
Chile	ESTADO	US\$	1,57%			11.126.75	11.126.759			
Chile	ESTADO	PESOS	6,61%		2.058.221		2.058.221			
Chile	ESTADO	UF	5,31%	3.405.021			3.405.021			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente				No Corriente		
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	ESTADO	UF	5,31%	2.094.390			2.094.390			
Chile	INTERNACIONAL	PESOS	7,02%	2.578.450			2.578.450			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	6.339.828			6.339.828			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,86%	3.188.051			3.188.051			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			10.396.38	10.396.382			
Chile	SCOTIABANK	PESOS	6,84%		2.137.91		2.137.91			
Chile	SCOTIABANK	PESOS	6,84%	1.156.462			1.156.462			
Chile	SANTANDER	PESOS	7,68%		6.622.35		6.622.35			
Chile	CHILE	PESOS	7,56%		11.571.058		11.571.058			
Chile	CHILE	PESOS	7,20%		734.15		734.157			
Chile	CHILE	PESOS	7,20%		566.26		566.265			
Chile	CHILE	PESOS	7,22%		184.92		184.923			
Chile	CHILE	PESOS	7,08%			463.05	463.054			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			368.59	368.596			
Chile	CHILE	UF	3,91%			505.65	505.658			
Chile	CHILE	PESOS	7,68%	543.004			543.004			
Chile	CHILE	PESOS	7,32%	562.46			562.46			
Chile	CHILE	PESOS	7,22%		419.90		419.907			
Chile	CHILE	PESOS	6,96%			505.50	505.505			
Chile	CHILE	PESOS	6,66%		346.92		346.927			
Chile	CHILE	UF	3,91%			366.11	366.119			
Chile	SECURITY	PESOS	6,36%	1.372.314			1.372.314			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente				No Corriente		
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	SECURITY	PESOS	6,48%	1.099.655			1.099.655			
Chile	SECURITY	PESOS	6,60%	2.696.754			2.696.754			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	5.626.119			5.626.119			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	804.64			804.64			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.156.670			1.156.670			
Chile	BICE	PESOS	7,44%	5.488.210			5.488.210			
Chile	BICE	PESOS	6,90%		1.489.15		1.489.15			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			5.987.65	5.987.65			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			981.63	981.63			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			1.082.609	1.082.609			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		1.664.391		1.664.391			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		2.359.055		2.359.055			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		1.078.672		1.078.672			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		496.189		496.189			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		169.351		169.351			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	1.138.072			1.138.072			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	853.856			853.856			
Chile	SCOTIABANK	PESOS	6,60%	2.131.571			2.131.571			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente			No Corriente			
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	SCOTIABANK	PESOS	6,60%	1.146.573			1.146.573			
Chile	SCOTIABANK	UF	4,25%			1.111.196	1.111.196			
Chile	SCOTIABANK	PESOS	6,60%	1.377.511			1.377.511			
Chile	SCOTIABANK	PESOS	7,08%		988.314		988.314			
Chile	SCOTIABANK	PESOS	7,08%		980.163		980.163			
Chile	SECURITY	PESOS	6,90%	6.569.966			6.569.966			
Chile	BANCO CONSORCIO	UF	3,82%			720.317	720.317			
Chile	BANCO CONSORCIO	UF	4,46%			933.874	933.874			
Chile	ESTADO	UF	5,35%			10.155.494	10.155.494			
Chile	BICE	PESOS	7,44%	4.362.706			4.362.706			
Chile	BICE	UF	4,26%	1.139.052			1.139.052			
Chile	CHILE	PESOS	6,72%			7.380.194	7.380.194			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		971.883		971.883			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		2.265.211		2.265.211			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		1.186.539		1.186.539			
Chile	ESTADO	US\$	1,49%		1.186.539		1.186.539			
Chile	BCI	PESOS	7,32%		18.881.422		18.881.422			
Chile	BCI	PESOS	6,84%		1.378.236		1.378.236			
Chile	BCI	PESOS	6,84%		2.725.812		2.725.812			
Chile	BCI	PESOS	6,96%	802.52			802.52			

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente			No Corriente			
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	BCI	PESOS	6,96%	802.52			802.52			
Chile	BCI	PESOS	6,60%	1.016.517			1.016.517			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	4.597.721			4.597.721			
Chile	BBVA	PESOS	6,96%	1.206.960			1.206.960			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	2.520.760			2.520.760			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	1.176.500			1.176.500			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	1.304.668			1.304.668			
Chile	SANTANDER	PESOS	6,80%	893.196			893.196			
Chile	SANTANDER PESOS Sujeta a liberación de garantías 6,86% 6,86% Hipotecaria			1.355.322			1.355.322			
	Total Préstamos bancarios			169.864.426	142.960.881	113.566.469	426.391.776	0	0	0
Chile	BCI Factoring	UF	5,88%			2.636.94	2.636.94			
Chile	BCI Factoring	UF	5,40%		5.712.29		5.712.29			
	Total Factoring			0	5.712.29	2.636.94	8.349.24	0	0	0
Chile	CORPBANCA	UF	4,22%			24.167	24.167			
Chile	ESTADO	US\$	7,04%			24.3	24.3			
Chile	CONSORCIO	UF	0,00%			2.492	2.492			
Chile	EUROAMERICA	UF	0,00%			165	165			
Chile	CONSORCIO	US\$	0,00%	198			198			
	Total Instrumentos financieros			198	0	51.124	51.322	0	0	0

País	Nombre Acreedor	Moneda	Tasa Efectiva	Corriente				No Corriente		
				Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2013	Vencimiento		Total no Corriente al 30.06.2013
				hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	M\$	1 a 5 Años	Más de 5 Años	M\$
				M\$	M\$	M\$		M\$	M\$	
Chile	CHILE	UF	4,32%	2.865	5.558	25.564	33.987	63.325		63.32
Chile	CHILE	UF	3,98%	15.526	31.206	143.01	189.742	616.658		616.658
Chile	CHILE	UF	5,08%	1.839	3.655	16.835	22.329	58.821		58.82
Chile	CHILE	UF	5,40%	1.146	1.991	9.18	12.319	25.222		25.22
Chile	SANTANDER	UF	5,12%	725	1.306	6.01	8.047	15.713		15.71
Chile	SANTANDER	UF	5,38%	395	779	3.59	4.766	9.863		9.863
Chile	SANTANDER	UF	6,20%	300	532	3.10	3.935	7.788		7.788
Chile	SANTANDER	UF	4,25%	11.725	22.748	104.38	138.853	35.538		35.53
Chile	BCI	UF	5,17%	282	556	2.564	3.402	3.575		3.575
Chile	BCI	UF	7,21%	838	1.559	7.253	9.65	12.088		12.088
Chile	BCI	UF	7,04%	885	1.697	8.278	10.86	11.707		11.707
Chile	BCI	UF	7,55%	506	1.001	4.476	5.983			
Chile	FACTORLINE	UF	8,24%	322	540	2.522	3.384	4.888		4.888
Chile	FACTORLINE	UF	6,70%	1.168	2.003	9.294	12.465	20.047		20.047
Chile	FACTORLINE	UF	6,92%	207	405	1.881	2.493	3.83		3.83
Chile	Tanner Leasing S.A.	UF	10,42%	619	1.134	5.354	7.107	13.503		13.503
Chile	FACTORLINE	UF	7,00%	692	1.396	6.487	8.575	2.993		2.993
Chile	SANTANDER	UF	10,32%	765			765			
Chile	SANTANDER	UF	5,79%	3.216	6.477	6.538	16.231			
Chile	SANTANDER	UF	6,12%	309	622	1.904	2.835			
	Total Arrendamientos Financiero			44.33	85.165	368.233	497.728	905.559	0	905.559
	Totales			169.908.954	148.758.345	116.622.774	435.290.073	905.559	0	905.559

7. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

El costo de capital de una empresa, se traduce en las expectativas del accionista y del proveedor de financiación ajena (entendiéndose capital tanto la financiación ajena como propia) de ser compensados por el coste de oportunidad de invertir en los fondos de una sola empresa, en lugar de invertir en otros activos equivalentes de igual riesgo.

Estimación de la tasa de costo promedio de capital (WACC)

Supuestos: Se supone una tasa libre de riesgo de 2,65% (BTU-30 al 3 de Julio de 2013) y un premio por riesgo de mercado de 7,2%. La tasa de impuesto a las corporaciones es un 20%. Todo a Junio de 2013.

Primer paso: Estimación Costo de la Deuda (K_b)

Para este cálculo se consideró la tasa del préstamo bancario de más largo plazo y de mayor monto asociado⁵. Corresponde a un crédito de CorpBanca en UF, tasa 3,75% anual, M\$ 22.840.750.

Para corroborar la estrategia anterior y a modo de comparación con el comportamiento histórico de la deuda de la empresa, se realizó el ejercicio de evaluar el costo anual de la deuda entre los años 2009 – 2013 (junio) y se obtuvo un costo promedio de 3,3%.

(MUF)	2013*	2012	2011	2010	2009
Gastos Financieros	379	716	710	305	455
Deuda total	19087	18434	14780	12615	13379
Costo Deuda (K_b)	2,0%	3,9%	4,8%	2,4%	3,4%
Costo Deuda (Promedio)	3,3%				

Cuadro 5: Cuadro histórico tasa deuda financiera Socovesa S.A.

⁵ Información obtenida del informe de estados financieros presentado en la SVS a Junio de 2013, pág. 67.

Se aprecia coherencia entre ambos resultados, y se mantendrá la decisión de utilizar la tasa del crédito de mayor monto que ha adquirido la empresa en el año 2013.

Segundo paso: Estimación Beta de la Deuda (β_d)

Se obtuvo utilizando el método CAPM (Rubinstein, 1973) y como input, se utilizó la tasa de costo de la deuda y el premio por riesgo de mercado:

$$\begin{aligned}
 K_b &= r_f + (E(R_m) - r_f) * \beta_d \\
 3,75\% &= 2,65\% + 7,2\% * \beta_d \\
 \beta_d &= 0,1528 = 15,28\%
 \end{aligned}$$

Tercer paso: Estimación Beta de la Acción con la estructura de deuda de la empresa del año en análisis ($\beta_p^{C/D}$)

El beta de la acción (β) representa la medida de volatilidad de la acción de Socovesa, calculada anualmente. Se obtuvo a partir de la regresión lineal de los retornos diarios de la empresa (variable dependiente) versus el retorno de mercado (variable independiente), el cual se obtiene aplicando el modelo de índice para su estimación.

	2009	2010	2011	2012	2013
Beta de la acción	1,49	1,28	1,28	2,16	2,21
P-Value	2,49E-14	1,06E-11	5,66E-06	2,38E-18	5,77E-19
Significancia Beta	Significativo	Significativo	Significativo	Significativo	Significativo
Presencia Bursátil (%)	77,22	98,33	100	94,44	90,56
Precio promedio al 30 junio	155,5	197,3	324,2	221,0	221,8

Cuadro 6: Información de mercado empresa Socovesa S.A.

Se aprecia que para todos los años, la regresión lineal de los retornos otorga betas de la acción estadísticamente significativas. El coeficiente obtenido representa el beta patrimonial de la empresa considerando su estructura de financiamiento para el año en análisis (Beta Patrimonial con deuda).

Por otro lado, se aprecia una presencia bursátil superior al 90% desde el año 2010 hasta 2013, lo que permite inferir una activa participación de estos activos financieros en Bolsa de Valores Nacional.

Por último, llama la atención el alza en el precio de la acción en 2011, esto se explicaría por el terremoto de 2010 ocurrido en el país, lo cual aumentó las expectativas de negocios en el área de la construcción.

Para la ejecución de esta tesis, se utilizaron los datos del año 2013 pues es información representativa de la empresa a lo largo de desarrollo en el tiempo. El beta patrimonial con deuda para el año 2013, está dado por:

$$\beta_p^{C/D}_{2013} = 2,21$$

Basado en los precios diarios de las acciones de Socovesa desde el año 2005, se utilizó el método de CAPM para analizar el rendimiento del activo financiero. El resultado de la regresión lineal sobre la rentabilidad de la acción versus la rentabilidad del mercado, se registra el beta de la acción (anual), que se muestra en el siguiente cuadro:

	2009	2010	2011	2012	2013
Beta de la acción ⁶	1,49	1,28	1,28	2,16	2,21

Cuadro 7: Beta del patrimonio económico Socovesa S.A.

⁶ Valores a junio 30 de cada año.

Cuarto paso: Desapalancamiento del Beta Patrimonial, sin deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Para obtener el beta patrimonial de la empresa apalancado a la estructura de capital objetivo se realizó la siguiente operación, es requerido desapalancar el beta patrimonial con la estructura de deuda a Junio de 2013:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P_{2013}} \right) - (1 - t_c) * \beta_d * \frac{B}{P_{2013}}$$

$$2,21 = \beta_p^{S/D} (1 + (1 - 0,2) * 1,99) - (1 - 0,2) * 0,15 * 1,99$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,94$$

Supuestos utilizados:

- Tasa libre de riesgo de 2,65% (BTU-30 al 3 de Julio de 2013)
- Premio por riesgo de mercado de 7,2% (a junio de 2013)
- Tasa de impuesto a las corporaciones es un 20% (a junio de 2013)

Quinto paso: Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

En consecuencia, el apalancamiento beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa y aplicando Rubinstein, 1973, se tiene:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right) - (1 - t_c) * \beta_d * \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,94 * (1 + (1 - 0,2) * 1,21) - (1 - 0,2) * 0,15 * 1,21$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,71$$

Sexto paso: Costo Patrimonial (K_p)

El método escogido para estimar el costo de los fondos de la empresa es el CAPM (Hamada, 1969):

$$K_p = r_f + \beta * (R_m - r_f)$$

K_p = Rentabilidad esperada de la acción Socovesa, es decir, la tasa de costo del patrimonio.

r_f = Tasa libre de riesgo del mercado

R_m = Rentabilidad del mercado, representado por el IPSA.

β = Coeficiente de riesgo específico de la empresa (beta), es decir, el riesgo sistemático que no se puede eliminar mediante la diversificación.

La tasa de costo patrimonial está dado por:

$$\begin{aligned}
 K_p &= r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{C/D} \\
 K_p &= 2,65\% + 7,2\% * 1,71 \\
 K_p &= 14,97\%
 \end{aligned}$$

La tasa de costo patrimonial (sin deuda) está dada por:

$$\begin{aligned}
 \rho &= r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{S/D} \\
 \rho &= 0,0265 + 0,072 * 0,94 \\
 \rho &= 9,45\%
 \end{aligned}$$

Séptimo paso: Costo de Capital (K_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital para la empresa (Modigliani y Miller, 1963).

$$\begin{aligned}
 K_0 &= K_p * \frac{P}{V} + K_b(1 - t_c) * \frac{B}{V} \\
 K_0 &= 0,1497 * 0,45 + 0,0375(1 - 0,2) * 0,55 \\
 K_0 &= 8,41\%
 \end{aligned}$$

8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

8.1. Indicadores de la cuenta de resultados representativos en la Industria de Construcción

Basado en las empresas comparables expuestas en la sección de Descripción de la empresa e industria, se levanta un cuadro resumen con ratios contables de interés para el análisis de valoración por múltiplos. Las empresas seleccionadas para el cuadro de ratios comparativos se caracterizan por poseer similares características a SOCOVESA, éstas son: BESALCO S.A., SALACORP S.A. y PAZCORP S.A.

La estructura de ingresos de SOCOVESA S.A. ha estado marcada en los últimos años hacia una tendencia donde el 75% de los ingresos proviene del sector inmobiliario y el 25% del sector Ingeniería y Construcción.

La presencia de SALFACORP y BESALCO como empresas comparables, se debe a que ambas son empresas con gran participación de mercado en el rubro construcción. Su participación medida en términos de ingresos, es muy significativa para el sector, especialmente en el caso de SALFA. Además, en el caso de esta última, el % de EBITDA que viene del sector inmobiliario corresponde al 58% de las ganancias de la empresa. BESALCO por su parte, permite representar la carga del negocio relativa al sector de Ingeniería y Construcción, dado que concentra gran parte de sus negocios en este ámbito y sólo un 8% del EBITDA lo obtiene a través del negocio inmobiliario.

Por otro lado, la empresa PAZ CORP justifica su presencia en las empresas comparables dado que sus ingresos se obtienen casi exclusivamente del negocio inmobiliario, a pesar de su pequeño tamaño en comparación con el resto de las empresas (en términos de participación de mercado, PAZCORP alcanza para el primer trimestre 2013 sólo un 30% de las ventas de SOCOVESA).

Para todas las cifras aquí presentadas, se considera su valor al 30/06/2013.

Principales indicadores de la industria:

BESALCO	\$		UF	
	2012	2013	2012	2013
Precio (al cierre de cada año)	890,00	727,47	0,039	0,032
Utilidad	10.583.285.000	5.686.729.000	467.721	248.843
Utilidad por Acción	18,52	9,94	0,0008	0,0004
Entreprise Value	637.304.514.960	571.860.992.380	28.165.217	25.023.815
EBITDA	22.140.071.000	18.098.923.000	978.465	791.983
Patrimonio Económico	508.671.635.960	416.274.821.380	22.480.379	18.215.588
Deuda Financiera	145.489.464.000	166.502.812.000	6.429.803	7.285.924
Valor de la Empresa con deuda	654.161.099.960	582.777.633.380	28.910.182	25.501.512
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	16.856.585.000	10.916.641.000	744.965	477.697
EBIT	11.782.440.000	6.153.578.000	520.717	269.272
Valor libro de la acción	273,71	298,71	0,01210	0,01307
N° de acciones suscritas y pagadas	571.541.164	572.222.664	571.541.164	572.222.664
Patrimonio Valor Libro	156.437.712.000	170.925.801.000	6.913.653	7.479.467
Valor Libro de la deuda	250.090.781.000	269.720.128.000	11.052.583	11.802.565
Ingresos	197.284.269.000	168.598.384.000	8.718.837	7.377.623

Cuadro 8: Indicadores de la industria, empresa Besalco.

SALFACORP	\$		UF	
	2012	2013	2012	2013
Precio (al cierre de cada año)	1036,80	652,57	0,05	0,03
Utilidad	8.038.202.000	10.683.250.000	355.242,59	467.483,67
Utilidad por Acción	18,37	24,41	0,0008	0,0011
Entreprise Value	829.308.023.669	261.026.218.894	36.650.675,27	11.422.132,25
EBITDA	26.107.184.000	27.048.699.000	1.153.788,33	1.183.612,20
Patrimonio Económico	453.700.430.669	285.562.883.765	20.050.966,21	12.495.821,44
Deuda Financiera	395.494.063.000	442.237.129	17.478.577,39	19.351,66
Valor de la Empresa con deuda	849.194.493.669	286.005.120.894	37.529.543,60	12.515.173,10
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	19.886.470.000	24.978.902.000	878.868,33	1.093.040,86
EBIT	20.176.453.000	19.219.588.000	891.683,92	841.021,55
Valor libro de la acción	616,21	653,17	0,027	0,029
N° de acciones suscritas y pagadas	437.596.866	437.597.321	437.596.866	437.597.321
Patrimonio Valor Libro	269.651.385.000	285.825.460.000	11.917.050,20	12.507.311,40
Valor Libro de la deuda	583.660.659.000	636.121.821.000	25.794.465,59	27.835.776,78
Ingresos	471.603.660.000	480.528.041.000	20.842.186,63	21.027.216,56

Cuadro 9: Indicadores de la industria, empresa SalfaCorp.

PAZCORP	\$		UF	
	2012	2013	2012	2013
Precio (al cierre de cada año)	249,00	277,59	0,011	0,012
Utilidad	-935.942.000	4.800.871.000	-41.363,29	210.079,22
Utilidad por Acción	-3,323	17,038	-0,0001469	0,0007456
Entreprise Value	177.782.031.547	163.542.315.911	7.856.949,80	7.156.376,73
EBITDA	2.519.243.000	6.162.282.000	111.336,14	269.652,61
Patrimonio Económico	70.123.181.547	78.217.191.911	3.099.043,88	3.422.671,92
Deuda Financiera	122.958.002.000	101.020.497.000	5.434.041,00	4.420.511,78
Valor de la Empresa con deuda	193.081.183.547	179.237.688.911	8.533.084,88	7.843.183,70
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	15.299.152.000	15.695.373.000	676.135,09	686.806,97
EBIT	1.817.696.000	5.446.911.000	80.331,78	238.349,00
Valor libro de la acción	273,12	303,92	0,01	0,01
N° de acciones suscritas y pagadas	281.619.203	281.772.369	281.619.203	281.772.369
Patrimonio Valor Libro	76.916.701.000	85.635.819.000	3.399.278,62	3.747.300,38
Valor Libro de la deuda	176.599.784.000	148.888.230.000	7.804.701,21	6.515.134,99
Ingresos	38.229.832.000	44.020.749.000	1.689.540,10	1.926.284,72

Cuadro 10: Indicadores de la industria, empresa PazCorp.

A partir de los indicadores financieros de cada empresa comparable, se construyen los múltiplos (ratios financieros) de cada una de las empresas:

BESALCO S.A.:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012	2013	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	48,06	73,20	60,63
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	28,79	31,60	30,19
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	54,09	92,93	73,51
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3,25	2,44	2,84
	VALUE TO BOOK RATIO	1,61	1,32	1,47
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,58	2,47	2,52
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,23	3,39	3,31

Cuadro 11: Múltiplos empresa Besalco.

SALFACORP:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012	2013	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	56,44	26,73	41,59
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	31,766	9,650	20,71
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	41,103	13,581	27,34
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,68	1,00	1,34
	VALUE TO BOOK RATIO	1,00	0,31	0,65
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,96	0,59	0,78
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,76	0,54	1,15

Cuadro 12: Múltiplos empresa SalfaCorp.

PAZCORP:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012	2013	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-74,92	16,29	-29,32
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	70,57	26,54	48,55
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	97,81	30,02	63,92
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,25	0,99	1,12
	VALUE TO BOOK RATIO	0,94	0,86	0,90
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,83	1,78	1,81
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	4,7	3,7	4,2

Cuadro 13: Múltiplos empresa PazCorp.

Para ponderar el peso relativo de cada una de las empresas comparables en la industria, y de esta manera prorratear el efecto de cada una en los múltiplos con que se valorará SOCOVESA, se calculó el peso específico las compañías en base a su ENTREPRISE VALUE (EV) como sigue:

Enterprise Value	Empresa	EV 2013 (UF)	Ponderación
	Socovesa S.A.	28.470.885	
	SalfaCorp S.A.	25.023.815	0,57
	Besalco S.A.	11.422.132	0,26
	PazCorp S.A.	7.156.376	0,16

Cuadro 14: Modelo de prorrateo de la industria

Con esta información, en los siguientes pasos se calcularán los múltiplos de SOCOVESA S.A. en base a múltiplos de la industria.

8.2. Indicadores de la cuenta de resultados de Socovesa S.A.

En base a balance a Junio 2013 se extrae información financiero - contable de la empresa:

SOCOVESA	\$		UF	
	2012	2013	2012	2013
Precio (al cierre de cada año)	217,00	179,52	0,010	0,008
Utilidad	-5.511.859.000	-1.998.538.000	-243.592,67	-87.453,15
Utilidad por Acción	-4,503	-1,633	-0,0001990	-0,0000715
Entreprise Value	606.148.427.947	650.635.749.248	26.788.296,47	28.470.885,43
EBITDA	-293.382.000	3.717.071.000	-12.965,81	162.653,69
Patrimonio Económico	265.594.044.947	219.720.935.248	11.737.738,96	9.614.672,39
Deuda Financiera	352.061.219.000	436.195.632.000	15.559.093,90	19.087.294,04
Valor de la Empresa con deuda	617.655.263.947	655.916.567.248	27.296.832,86	28.701.966,43
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	11.506.836.000	5.280.818.000	508.536,39	231.081,01
EBIT	-1.376.015.000	2.797.297.000	-60.812,00	122.405,70
Valor libro de la acción	174,01	181,58	0,01	0,01
N° de acciones suscritas y pagadas	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691
Patrimonio Valor Libro	212.981.917.000	222.239.657.000	9.412.583,57	9.724.888,03
Valor Libro de la deuda	442.134.006.000	539.357.861.000	19.539.796,34	23.601.524,94
Ingresos	109.766.939.000	102.352.104.000	4.851.071,40	4.478.780,99

Cuadro 15: Indicadores Financieros Socovesa.

Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria:

Para efectuar este cálculo se incorpora información de la empresa para el cálculo de cada uno de los múltiplos de la industria, como sigue:

RATIOS SOCOVESA EN BASE A LA INDUSTRIA		
TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Jun-13
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	51,69
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	25,02
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	61,82
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,82
	VALUE TO BOOK RATIO	0,98
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,86
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,70

Cuadro 16: Múltiplos Financieros Socovesa.

Luego se extrae el valor de SOCOVESA en base a cada uno de los Múltiplos:

Estimación valor Socovesa en base al Ratio P/E de la industria	Indicadores Empresa	UF (jun 2013)	\$
	Patrimonio Económico	-4.520.200	-103.298.637.237
Precio Acción Socovesa	-0,004	-84	
Deuda Financiera	19.087.294	436.195.632.000	
Valor Empresa (con deuda)	14.567.094	332.896.994.763	
Estimación valor Socovesa en base al Enterprise Value de la industria	Indicadores Empresa	UF (jun 2013)	\$
	EV Socovesa, basado en EV/EBITDA	4.069.161	92.991.196.880
	Efectivo y equivalentes al efectivo	231.081	5.280.818.000
	Deuda Financiera	19.087.294	436.195.632.000
	Patrimonio económico	-14.787.052	-337.923.617.120
	Precio Acción Socovesa	-0,012	-276
	Valor Empresa (con deuda)	4.300.242	98.272.014.880
Estimación valor Socovesa en base al Enterprise Value/EBIT de la industria	Indicadores Empresa	UF (jun 2013)	\$
	EV Socovesa basado en EV/EBIT industria	7.567.119	172.928.876.129
	Efectivo y equivalentes al efectivo	231.081	5.280.818.000
	Deuda Financiera	19.087.294,04	436.195.632.000
	Patrimonio económico	-11.289.093,92	-257.985.937.871
	Precio Acción Socovesa	-0,025	-567
Valor Empresa (con deuda)	7.798.200	178.209.694.129	
Estimación valor Socovesa en base al ratio P/BV de la industria	Indicadores Empresa	UF (jun 2013)	\$
	Patrimonio Económico Socovesa basado en ratio P/BV industria	17.715.799	404.853.305.060
	Deuda Financiera	19.087.294	436.195.632.000
	Valor empresa (con deuda)	36.803.093	841.048.937.060
	Precio Acción	0,014	331

Estimación valor Socovesa en base al ratio Value to Book (VM/VL) de la industria	Indicadores Empresa	UF (jun 2013)	\$
	(Patrimonio económico + deuda financiera) /VL industria		32.714.722
	Deuda Financiera	19.087.294	436.195.632.000
	Patrimonio Económico	13.627.428	311.423.106.023
	Precio Acción Socovesa	0,011	254
	Valor empresa (con deuda)	32.714.722	747.618.738.023
Estimación valor Socovesa en base al ratio Price to Sales (PS) de la industria	Indicadores Empresa	UF (jun 2013)	\$
	Patrimonio Económico Socovesa basado en PS industria	8.349.816	190.815.593.976
	Deuda Financiera	19.087.294	436.195.632.000
	Valor empresa (con deuda)	27.437.110	627.011.225.976
	Precio Acción Socovesa	0,007	156
Estimación valor Socovesa en base al ratio Enterprise Value to Sales (EV/Ventas) de la industria	Indicadores Empresa	UF (jun 2013)	\$
	EV Socovesa basado en ratio EV/V industria	12.086.772	276.215.022.413
	Efectivo y Equivalentes al efectivo	231.081	5.280.818.000
	Deuda Financiera	19.087.294	436.195.632.000
	Patrimonio Económico	-6.769.441	-154.699.791.587
	Valor empresa (con deuda)	12.317.853	281.495.840.413
	Precio Acción Socovesa	-0,006	-126

Cuadro 17: Valor de la empresa y precio de acción de Socovesa, según diferentes múltiplos aplicados en la valoración.

En resumen, el valor de la empresa SOCOVESA para los diferentes múltiplos y considerando una deuda financiera de UF19.087.294 a junio de 2013 está dada por:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Patrimonio Económico (UF)	Valor Empresa (UF)	Valor Empresa (\$)
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-4.520.199,93	14.567.094	332.896.994.763
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	-14.787.051,89	4.300.242	98.272.014.880
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	-11.289.093,92	7.798.200	178.209.694.129
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	17.715.798,86	36.803.093	841.048.937.060
	VALUE TO BOOK RATIO	13627427,61	32.714.722	747.618.738.023
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	8.349.816,19	27.437.110	627.011.225.976
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	-6.769.440,58	12.317.853	281.495.840.413

Cuadro 18: Síntesis valoración por múltiplos, empresa Socovesa.

Nótese en el cuadro anterior que, el patrimonio neto estimado en base a los indicadores de la Industria tiene valor negativo, esto es, dado que la estructura de deuda de Socovesa difiere respecto a la estructura de deuda que poseen las empresas del rubro, concentrando gran una gran proporción de sus pasivos en forma de deuda. Por tanto, el valor de la empresa está explicado mayoritariamente por su deuda y no hay gran proporción de patrimonio, generando como consecuencia, la imposibilidad de considerar válidos algunos de los múltiplos de valoración.

Asimismo, se adjunta un cuadro resumen del precio de la acción basado en la estimación por múltiplos.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Patrimonio Económico (UF)	Precio Acción (\$)	Precio Acción Válido (\$)
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-4.520.199,93	-84,4	0
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	-14.787.051,89	-276,1	0
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	-11.289.093,92	-567,2	0
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	17.715.798,86	330,8	330,8
	VALUE TO BOOK RATIO	13627427,61	254,4	254,4
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	8.349.816,19	155,9	155,9
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	-6.769.440,58	-126,4	0

Cuadro 19: Síntesis del precio de la acción según método de múltiplos, empresa Socovesa.

Análisis alternativo del precio de la acción sólo utilizando como empresa comparable a PAZCORP S.A.

Se realizó un análisis paralelo de valoración por múltiplos, donde se utilizó únicamente a PAZCORP S.A. como empresa comparable. Este análisis comparativo, se basó en la teoría que el negocio de ingeniería y construcción no es la principal área de negocios de Socovesa, y por lo mismo no representa su principal fuente de ingresos, lo cual permite descartar a Besalco y Salfa.

Complementando la hipótesis anterior, existen antecedentes de la compañía que muestran una tendencia creciente de los ingresos del sector inmobiliario. SOCOVESA ha mantenido en los últimos años un muy buen desempeño en negocio inmobiliario, mostrando inclusive que ha sabido lidiar con períodos económicos de crisis financiera.

Los resultados obtenidos de este escenario muestran que al utilizar sólo a PAZCORP como empresa comparable, el precio de la acción disminuye considerablemente con respecto al caso base. Los resultados se presentan en la siguiente tabla:

RATIOS SOCOVESA EN BASE A LA INDUSTRIA		
TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	jun-13
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	16,29
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	26,54
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	30,02
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,99
	VALUE TO BOOK RATIO	0,86
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,78
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,72

Cuadro 20: Múltiplos Socovesa en base a la industria, escenario alternativo

Tal como se aprecia en el cuadro 46, los múltiplos asociados a las ganancias bajan su valor muy considerablemente. Esto se explica dado que el comportamiento financiero de PAZCORP se asemeja al de la empresa en estudio, permitiendo no exacerbar el efecto de las ganancias en los múltiplos de referencia para la valoración.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Patrimonio Económico (UF)	Precio Acción (\$)	Precio Acción Válido (\$)
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-1.424.812,27	-26,6	0
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	-14.539.506,92	-271,5	0
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	-15.181.008,66	-639,8	0
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	9.614.672,39	179,5	179,5
	VALUE TO BOOK RATIO	9614672,388	179,5	179,5
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	7.958.012,53	148,6	148,6
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	-2.217.009,20	-41,4	0

Cuadro 21: Síntesis del precio de la acción, escenario alternativo.

El precio estimado en este escenario, considerando el ajuste hecho para la industria comparable, muestra aproximadamente un 50% más bajo que en el escenario base de este estudio. Si lo comparamos con el precio real de la acción a junio de 2013, se aprecia que en este escenario el precio de mercado coincide con la estimación realizada, para los casos en que fue posible obtener un precio de acción válido (múltiplos a valor libro).

En resumen, el valor de la empresa SOCOVESA para los diferentes múltiplos y considerando una deuda financiera de UF19.087.294 a junio de 2013 está dada por:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Patrimonio Económico (UF)	Valor Empresa (UF)	Valor Empresa (\$)
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-1.424.812,27	17.662.482	403.634.867.446
	ENTREPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	-14.539.506,92	4.547.787	103.929.078.457
	ENTREPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	-15.181.008,66	3.906.285	89.269.050.903
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	9.614.672,39	28.701.966	655.916.567.248
	VALUE TO BOOK RATIO	9614672,388	28.701.966	655.916.567.248
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	7.958.012,53	27.045.307	618.057.466.314
	ENTREPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	-2.217.009,20	16.870.285	385.531.052.418

Cuadro 22: Síntesis del valor de la empresa Socovesa, escenario alternativo.

9. CONCLUSIONES DE LA VALORACION UTILIZANDO MÉTODO DE MULTIPLOS

La metodología de múltiplos permite obtener de forma rápida una estimación del valor de los activos y de la empresa. Este valor es confiable en la medida que exista un considerable número de firmas de empresas comparables en el mercado financiero, así como que exista una correcta valoración de las empresas por parte del mercado.

Para el caso de la compañía analizada en este estudio, ha sido desventaja del mercado nacional, no contar con un amplio número de empresas comparables que permitan captar homogéneamente el comportamiento del sector, pues es natural que se genere un sesgo considerando el tamaño de las empresas participantes y su reducido número.

Dado que se utilizaron diferentes grupos de múltiplos según su característica financiera predominante, se obtuvieron dispares resultados del valor de la empresa, y por ende, del valor de la acción dependiendo del múltiplo utilizado.

Para el caso de PE ratio el valor estimado de la empresa se situó en una cifra que no permitía ni siquiera cubrir el costo de la deuda financiera (es decir, patrimonio negativo), por lo cual el precio de la acción fue cero. Lo anterior se explica por la pérdida que la empresa registra en sus prebalance a junio de 2013, dado que el comportamiento estacional de sus ingresos concentra sus ganancias en el segundo semestre de cada año, lo que no se condice con el comportamiento de las utilidades de las empresas que se utilizaron como comparables.

Caso similar sucede con el valor de la empresa utilizando múltiplos relativos al EBITDA y EBIT, cuya estimación del precio de la acción también es cero.

En el caso de los múltiplos por ingresos que se utilizaron para valoración, el indicador P/S estima un precio de la acción de 155,9 pesos. Este múltiplo tiene menos volatilidad que PE y la teoría indica que puede utilizarse en empresas con resultados negativos. Estas han sido las razones por las que el precio de la acción nos arroja un resultado coherente, pero por debajo de lo que el mercado está valorando a la compañía a junio 2013.

Por último, los indicadores de valor libro mostraron un precio de la acción que oscila entre 254 y 330 pesos, valores que superan con creces la estimación del mercado al 28 de junio de 2013 cuyo valor fue 179,5. Ello puede explicarse por las diferencias entre las decisiones contables que adoptan las distintas empresas comparables, especialmente en el escenario de transición desde la norma chilena a IFRS.

Además el valor libro del activo y del patrimonio de la empresa refleja su costo original, el cual se desvía del valor de mercado que debiese tener, ya que este último incorpora la posibilidad de producir flujos futuros y valoriza la estructura financiera de la empresa, que a su vez es diferente a la de las empresas comparables.

Dado la anterior, a juicio de este análisis, el valor de la acción más razonable entre todos los múltiplos analizados, lo genera el ratio PS, es decir, Patrimonio económico (capitalización bursátil) sobre Ventas, con 155,9 pesos por acción.

En el escenario alternativo donde se evaluó el valor de la empresa Socovesa utilizando sólo a Paz Corp como única empresa comparable dada sus similitudes en los negocios que manejan. Basado en los datos acumulados a junio de 2013, los únicos ratios que entregan un precio de acción coherente (con un patrimonio de la empresa positivo), corresponden a aquellos asociados a información contable de la empresa (a valor libro) y el ratio PS. Se concluye bajo este escenario, que la estimación del precio de la acción calculada con los múltiplos asociados al valor libro de la empresa, son aquellos que tienen mayor ajuste respecto al valor real de la acción en el mercado nacional (179,5 pesos). Lo anterior es explicado por la similitud en la estructura financiera de ambas empresas dado que ambas concentran su negocio en el sector inmobiliario (Socovesa y Paz), por ello, por ejemplo manejan altas cifras de inventario y un alto nivel de endeudamiento dada la necesidad de capital de trabajo para sus operaciones. Por otro lado, falla la utilización de múltiplos asociados a las ganancias debido a que éstas se concentran en el último trimestre de cada año.

En definitiva, las principales conclusiones de este trabajo se resumen en el siguiente itemizado:

- El grupo de empresas que se selecciona como parte de la industria comparable, afecta significativamente la magnitud de los múltiplos que se utilizan para valorar la empresa en estudio.
- El precio de la acción de Socovesa considerando a empresas con fuerte presencia en ingeniería y construcción tiende a sobrevalorar el precio de la acción en el mercado, utilizando múltiplos basados en valor libro.
- El precio de la acción de Socovesa considerando empresas focalizadas en sector inmobiliario tiende a estimar el precio de la acción en valores a la par con el mercado, cuando se utilizan múltiplos basados en valor libro.
- No existe patrón de sobrevaloración o subvaloración del precio de la acción al utilizar información financiera anual de la empresa y sus comparables. Sin embargo, múltiplos basados en los ingresos parecen no ser un buen predictor del precio de la acción de SOCOVESA.