



VALORACIÓN DE SALFACORP S.A.

Metodología de Valoración a través de Múltiplos

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

Alumno: Natalia Oyanedel Espinoza

Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales

Santiago, Agosto 2014

Dedicatoria

Insertar texto.

Insertar texto.

Agradecimientos

Insertar texto.

Insertar texto.

Tabla de contenidos

I. RESUMEN EJECUTIVO.....	6
II. METODOLOGIA.....	7
III. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	12
A. Descripción de la Empresa:.....	12
B. Propiedad y Administración.....	13
C. Unidades de negocio.....	15
D. Políticas de la Compañía	16
E. Precio de la Acción.....	19
F. Balance y Estado de Resultados.....	22
G. Índices financieros	26
H. Descripción de la Industria.....	29
IV. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	35
V. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	38
VI. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DE CAPITAL DE LA EMPRESA	42
A. Estimación del beta patrimonial de la empresa	42
B. Estimación del Costo de Capital de la empresa	43
VII. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS	46
VIII. CONCLUSIONES.....	53
IX. BIBLIOGRAFÍA.....	55
X. ANEXOS.....	56
A. Detalle de Bonos de Salfacorp S.A. vigentes al 30 de Junio 2013.....	56
B. Resultados de los retornos de la acción de Salfacorp con respecto a la variable explicativa de retorno del IGPA	64

Índice de Cuadros e Ilustraciones

Cuadros

Cuadro N° 1. Detalle de los 12 Principales accionistas al 30 de Junio 2013	13
Cuadro N° 2. Balance: Activos (UF miles)	22
Cuadro N° 3. Balance: Pasivos y Patrimonio (UF miles)	23
Cuadro N° 4. Estados de resultado (UF miles)	25
Cuadro N° 5. Índices de Liquidez.....	26
Cuadro N° 6. Índices de Endeudamiento	26
Cuadro N° 7. Índices de Actividad	27
Cuadro N° 8. Índices de Rentabilidad	27
Cuadro N° 9. Actividad económica sectorial	29
Cuadro N° 10. Resumen de Bonos de Salfacorp S.A. vigentes al 30 de Junio 2013....	37
Cuadro N° 11. Detalle de la Deuda Financiera (UF)	38
Cuadro N° 12. Detalle de Patrimonio Económico (UF).....	39
Cuadro N° 13. Detalle del Valor de la Empresa (UF)	39
Cuadro N° 14. Detalle del Promedio Histórico del Ratio B/V (UF).....	40
Cuadro N° 15. Detalle de la Estructura de Capital Objetivo estimada	41
Cuadro N° 16. Resultado modelo de mercado.....	42
Cuadro N° 37. Datos Salfacorp.....	46
Cuadro N° 38. Datos Besalco	47
Cuadro N° 39. Datos Socovesa	48
Cuadro N° 40. Datos Paz.....	49
Cuadro N° 41. Múltiplos Salfacorp	50
Cuadro N° 42. Múltiplos Besalco	50
Cuadro N° 43. Múltiplos Socovesa	50
Cuadro N° 44. Múltiplos Paz.....	51
Cuadro N° 45. Industria	51
Cuadro N° 46. Valoración por Múltiplos Salfacorp	52

Figuras

Figura N° 1. Precio de la acción de Salfacorp S.A. (2009 - 2013).....	19
Figura N° 2. Variación anual de Salfacorp, IPSA y CONST.& INMOB. (2009 – 2013) .	20
Figura N° 3. Tendencia de Salfacorp, IPSA y CONST.& INMOB. (2009 – 2013)	21
Figura N° 4. Comportamiento de las masas patrimoniales.....	28
Figura N° 5. IMACON: Crecimiento anual de la Construcción (2005-2013)	31
Figura N° 6. Ingresos operacionales empresas comparables (Jun 2013 y Dic 2012) ...	34
Figura N° 7. Evolución del Pasivo de Salfacorp S.A. 2009 - 2013.....	36

I. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como objetivo estimar el valor patrimonial de la empresa Salfacorp S.A, la cual es la principal constructora del país. Particularmente se estimara el precio de su acción al 30 de Junio del año 2013, a través de la utilización de los métodos: Flujos de caja descontados y Múltiplos.

Para esta valoración se utilizaron los Estados Financieros auditados y emitidos por la Compañía desde el período Diciembre 2009 a Junio 2013, además de la información publicada por: el Banco Central de Chile, la Cámara Chilena de la Construcción, la Bolsa de Comercio de Santiago; la Superintendencia de Valores y Seguros; Instituciones Bancarias, Libros de estudio y Papeles de trabajo de diversos autores, así como la información publicada por la propia Compañía a través de su sitio web y comunicados de prensa.

En el presente trabajo se ha descrito la Valoración a través de Múltiplos, mientras que los detalles de la Valoración a través de Flujos de caja descontados pueden encontrarse en el documento Actividad Formativa Equivalente: Valoración de Salfacorp S.A. a través de Flujos de caja descontados a Junio 2013, elaborado en Agosto 2014. No obstante, las Conclusiones aquí descritas consideran los resultados de ambos trabajos de manera de entregar al lector una visión más completa del trabajo de Valoración desarrollado.

Como resultado de la Valoración a través de Flujos de caja descontados se ha estimado un Valor del Patrimonio económico de la Compañía de CLP \$132.465 millones, y un precio de la acción de CLP \$303. Adicionalmente, se ha realizado un análisis de sensibilidad del precio de la acción ante variaciones en: la tasa de crecimiento de los Ingresos operacionales (desde -2,00% a +2,00%) y de la tasa de Costo de Capital (desde 8,00% a 8,70%). Lo cual, permitió apreciar el alto grado de sensibilidad en el precio ante el cambio de estas variables, registrándose un intervalo de precios entre CLP \$105 y CLP \$730.

La metodología de valoración a través de Múltiplos dio como resultado un precio de la acción que fluctúa entre CLP \$803 y CLP \$1.152, con un promedio simple de CLP \$1.026.

Finalmente, se han ponderado con igual peso los resultados de ambas metodologías obteniéndose un precio de la acción de CLP \$664, muy similar al precio al que se transaba la acción al 30 de Junio 2013 de CLP \$653.

II. METODOLOGIA

Introducción

En la literatura de Finanzas Corporativas y más particularmente en el campo de la valoración de empresas se han propuesto diferentes métodos para lograr este cometido, en donde los más conocidos son: el de flujos de caja descontados, el de valor presente ajustado, el de descuento de dividendos, el de múltiplos y el de opciones reales.

Los modelos de flujos de caja descontados y del valor presente ajustado, consideran que el valor de una empresa se aproxima al valor presente de sus flujos de caja proyectados. El de descuento de dividendos se recomienda para la valoración de instituciones bancarias dadas las particularidades de su negocio y de su patrimonio. El de múltiplos destaca por su pragmatismo, pues se vale de ciertos indicadores considerados generadores de valor de la compañía, que se expresan en múltiplos o en relaciones, y que permiten obtener estimaciones del valor de una empresa de manera relativamente simple y rápida en comparación a otros métodos, y el de opciones reales permite incorporar las implicancias propias en la valoración de empresas o proyectos que se caracterizan por una alta flexibilidad ejecutiva en términos de decisiones y también de alta incertidumbre en el entorno que se desarrollan.¹

¹ Maquieira, 2008, Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica, Editorial Andrés Bello, 3ª Edición, 249-294.

Metodología de Múltiplos

La metodología utilizada para desarrollar la valoración de la Compañía Salfacorp S.A. al 30 de Junio 2013 que se presenta en este trabajo correspondió a la valoración por múltiplos, y se basa en las directrices establecidas por la Escuela de Postgrado de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile.

El método de múltiplos consiste en valorar una empresa con el objeto de hallar su valor de mercado al utilizar el valor de mercado de otras compañías comparables.

Este método nos permite aproximar el valor de una empresa de forma rápida, sencilla y sin necesidad de realizar supuestos, reflejando la percepción del mercado. Cabe señalar que este método es utilizado como complemento de otros métodos de valoración.

Para aplicar esta metodología es necesario seguir los siguientes pasos²:

- I. Analizar la empresa objetivo, se debe realizar un estudio sobre la empresa a valorar considerando:
 - Actividad que desarrolla
 - Nacionalidad
 - Mix de productos o servicios que ofrece
 - Características del sector (proveedores, clientes, competidores, marco legal y posicionamiento)
 - Países y mercado en los que opera
 - Análisis de los datos de mercado
 - Análisis de los estados financieros
 - Estructura de la organización
 - Políticas de la empresa
 - Participaciones en otras empresas o alianzas estratégicas

- II. Analizar y seleccionar las compañías comparables, es uno de los aspectos claves de esta metodología, los aspectos a considerar son los siguientes:
 - Deben ser compañías que cotizan en bolsa
 - Deben realizar la misma actividad que la empresa a valorar
 - Deben tener el mismo mix de productos
 - Ser del mismo país y operar en los mismos países
 - Tener un tamaño similar
 - Tener perspectivas de crecimiento parecidas
 - Tener una rentabilidad parecida a la empresa a valorar
 - Tener una estructura inversiones similares.

² Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables, IESE Universidad de Navarra

III. Cálculo y selección de los múltiplos, los múltiplos a utilizar son los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)
	VALUE TO BOOK RATIO
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

A. Múltiplos de ganancias, para este caso se utilizarán tres ratios.

- i. Ratio Precio Utilidad (P/U), es el más utilizado en el mercado y el más valorado por los inversionistas. Con este ratio obtenemos el valor de capital de la empresa:

$$PE = \frac{P_{acc}}{UPA}$$

P_{acc}: Precio de la acción bursátil

UPA: Utilidades por acción

- ii. Ratio Enterprise Value to EBITDA, los resultados de este ratio son buenos para empresas cíclicas.

$$EV / EBITDA = \frac{Enterprise\ Value}{EBITDA}$$

Enterprise Value: Patrimonio Económico + deuda financiera - caja.

EBITDA: Resultado Operacional + depreciación + amortización

- iii. Ratio Enterprise Value to EBIT, es muy parecido al anterior con la diferencia de incluir en el resultado las amortizaciones y depreciaciones.

$$EV / EBIT = \frac{Enterprise\ Value}{EBIT}$$

Enterprise Value: Patrimonio Económico + deuda financiera - caja.

EBIT: Resultado Operacional

B. Múltiplos de Valor Libro, para este múltiplo se utilizan dos ratios.

- i. Ratio Price to Book Equity, junto al PE (ratio precio utilidad) es de los múltiplos más utilizado. Cuantifica la rentabilidad de la inversión y la compara con la opinión del mercado, dentro de sus desventajas la principal es el criterio contable que se utiliza para su cálculo, lo cual se ve especialmente afectado cuando se comparan empresas de países diferentes.

$$PBV = \frac{\text{Valor de mercado de la Acción}}{\text{Valor libro de la Acción}}$$

$$PBV = \frac{\text{Patrimonio Económico}}{\text{Patrimonio Contable}}$$

- ii. Ratio Value to Book, es similar al anterior pero considera el valor de mercado de la empresa sobre el valor libro.

$$\text{Value - to - Book Ratio} = \frac{\text{Valor de Mercado de los Activos}}{\text{Valor Libro de los Activos}}$$

Valor de Mdo. de los Activos: Patrimonio Económico + Deuda de Mdo.

Valor Libro de los Activos: Patrimonio Contable + Deuda Contable

C. Múltiplos de Ingresos, para este múltiplo se utilizan dos ratios.

- iii. Ratio Price to Sales (PS), este ratio se puede utilizar en diferentes tipos de empresas y en diferentes ciclos de maduración, su principal problema es no considerar la estructura financiera de la empresa y sobre ponderar la importancia de las ventas, ya que si las ventas son altas no implica que sea rentable.

$$PS = \frac{P_{acc}}{\text{Ventas} \times \text{acción}}$$

$$PS = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Ventas}}$$

- iv. Ratio Enterprise Value to Sales, este ratio es más completo que el anterior, ya que, considera la estructura de financiamiento y utiliza el valor de mercado del patrimonio y de la deuda.

$$PS = \frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{Ventas}}$$

- IV. Aplicar los resultados a la empresa objetivo.
- V. Seleccionar un rango de valoración para la empresa.

III. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

A. Descripción de la Empresa:

Salfacorp S.A., RUT 96.885.880-7, en una sociedad anónima abierta con domicilio social en Santiago de Chile, y que se dedica al negocio de la Ingeniería, Construcción y Desarrollo Inmobiliario.

La Sociedad define como su Visión: “Liderar y ser un referente en la industria de la construcción en América Latina”, y su Misión: “Construir y crecer en forma sustentable, incrementando valor con excelencia y eficacia. Atender a nuestros clientes con seriedad y flexibilidad, con especial preocupación por el desarrollo integral de las personas y así trascender en América Latina”.

La Sociedad registra sus orígenes de constitución en Chile durante el año 1929, bajo el nombre de Salinas y Fabres Hermanos Ltda. Desde ese entonces ha ejecutado obras de importancia para el país, tales como: el Estadio Nacional (1938), el Templo Votivo de Maipú (1946), la Clínica Santa María (1958), diversos Mall (Plaza Tobalaba, Plaza Oeste, Plaza Norte, Mall Sport, entre otros), diversas estaciones de Metro (Baquedano, La Cisterna, El Parrón, Einstein, Cerro Blanco, entre otros), Edificio Costanera Center (2012), y muchas otras obras a lo largo del país.

La Sociedad se constituyó como Sociedad Anónima Cerrada el 5 de Enero de 1999 bajo el nombre de Salfa Ingeniería y Construcciones S.A., posteriormente el 10 de mayo de 2004 modifica su nombre social a Salfacorp S.A., nombre que mantiene actualmente. La Sociedad fue inscrita como Sociedad Anónima Abierta el 12 de agosto de 2004, se encuentra sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (S.V.S.) y transa en el mercado accionario bajo el nemotécnico de SALFACORP.

Al 30 de Junio 2013 la Sociedad registra Activos por CLP \$987 mil millones, y al 31 de Diciembre 2012 reportó Ingresos operacionales por CLP \$1,062 billones y un EBITDA de CLP \$59 mil millones, sus ingresos provienen principalmente de Chile (94%) y en menor medida de Perú (4%) y Uruguay (2%).

B. Propiedad y Administración

Composición accionaria

Salfacorp S.A. al 30 de Junio 2013 registra un capital social autorizado, suscrito y pagado ascendente a CLP \$176.033.985 miles, correspondiente a 437.597.321 acciones. La Sociedad se encuentra controlada por un pacto de accionistas, con una tenencia conjunta de 36,56%, en el que participan Grupo Rubens (controlador original de Salfacorp) y Grupo Aconcagua. Asimismo, destacan dentro de la estructura de propiedad de la Sociedad: Corredoras de Bolsa, Fondos de Pensiones y Fondos Mobiliarios. En la Tabla a continuación se detallan los 12 principales accionistas de la Compañía al 30 de Junio 2013.

Cuadro N° 1. Detalle de los 12 Principales accionistas al 30 de Junio 2013

N°	Nombre	N° de acciones suscritas y pagadas	% de propiedad
1	Inversiones Ascotan Ltda (*)	44,871,758	10,25%
2	Inversiones Atlántico Limitada (*)	28,868,554	6,60%
3	Larraín Vial S A Corredora De Bolsa	26,676,562	6,10%
4	Moneda SA Afi Para Pionero Fondo De Inversión	23,514,000	5,37%
5	Moneda Corredora De Bolsa Limitada	19,802,536	4,53%
6	Fondo De Inversión Larraín Vial Beagle	15,807,052	3,61%
7	Inv Inmob S Renta Ltda	13,127,919	3,00%
8	Banco Itau Por Cuenta De Inversionistas	12,319,826	2,82%
9	AFP Provida S A Para Fdo Pensión C	10,457,976	2,39%
10	Banco De Chile Por Cuenta De Terceros No Res	10,329,336	2,36%
11	Inversiones Santa Isabel Ltda	10,153,516	2,32%
12	Santa Ximena SA	9,194,518	2,10%

(*) Sociedad relacionada con el Grupo Controlador de la Compañía según Memoria 2012.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Directorio

Al 30 de Junio 2013 el Directorio Salfacorp S.A. se encuentra compuesto de 7 miembros, nombrados por la Junta General Ordinaria de Accionistas, los cuales permanecerán por un período de 3 años en sus funciones con opción de reelección.

El acuerdo de la Junta Ordinaria de Accionistas celebrada el 24 de abril de 2013, acordó designar como nuevos directores titulares para el próximo período estatutario de 3 años a las siguientes personas:

- María Gracia Cariola Cubillos (director independiente).
- Alberto Etchegaray Aubry (director independiente)
- Aníbal Montero Saavedra
- Andrés Navarro Haeussler
- José Miguel Alcalde Prado (director independiente)
- Pablo Salinas Errázuriz
- Juan Luis Rivera Palma

De conformidad a lo establecido en la ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas y los estatutos sociales, la remuneración del Directorio para el período inmediatamente siguiente será determinada anualmente por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Salfacorp S.A. y de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 50 bis de la Ley de Sociedades Anónimas, corresponde a la Junta Ordinaria de Accionistas determinar tanto las remuneraciones de los miembros que integran el Comité de Directores, como su presupuesto de gastos.

En la misma Junta General Ordinaria de Accionistas del 24 de abril de 2013 se aprobó para el período 2013 y hasta la próxima Junta Ordinaria de Accionistas, una remuneración bruta en un valor global de UF 13.200, que se distribuye en un presupuesto anual de gastos para el Directorio equivalente a UF 12.840, y UF 360 para gastos en asesorías.

Corresponde mencionar que no existen planes de incentivos tales como bonos, compensaciones en acciones, opciones de acciones u otro sobre los cuales participen los directores.

Administración

Al 30 de Junio 2013 la Administración de Salfacorp S.A. se compone de 32 ejecutivos, conformados por: un gerente general corporativo, cuatro gerentes de unidad de negocio, tres gerentes corporativos y veinticuatro gerentes área.

La Sociedad mantiene un programa de retención de ejecutivos del grupo Salfacorp S.A., a los cuales se les ha brindado un préstamo para la adquisición de acciones de la Sociedad, las cuales se han registrado en el rubro Cuentas por cobrar no corrientes, y

se planean cobrar a través de los flujos provenientes de las acciones o del cobro directo al ejecutivo.

C. Unidades de negocio

Para desarrollar las actividades que comprenden su objeto social, Salfacorp S.A. se encuentra estructurada en dos unidades de negocios a cargo de sus dos principales filiales:

- i. Salfa Ingeniería y Construcción S.A., es la principal Unidad de negocio de la Sociedad y sus actividades se relacionan con la Ingeniería y la Construcción, que a su vez comprenden los trabajos de: Montaje industrial, Proyectos de construcción con especialización en las industrias Mineras y de Construcción, y Servicios asociados a la construcción en algunos países latinoamericanos. Además, le permite tener presencia internacional en los mercados de Perú, Colombia y Panamá.

Al 31 de Diciembre 2012 reportó Ingresos operacionales por CLP\$ 750 mil millones.

- ii. Aconcagua S.A., desarrolla la Unidad de negocio relacionada con la actividad Inmobiliaria y Edificación, que comprenden el Desarrollo Inmobiliario en términos de la ejecución de toda clase de actividades propias del negocio inmobiliario, y la Edificación, que corresponde a la construcción de viviendas y de proyectos no habitacionales. Aconcagua S.A. cuenta con presencia internacional, particularmente en Florida, U.S.A.

Al 31 de Diciembre 2012 reportó Ingresos operacionales por CLP\$ 330 mil millones.

D. Políticas de la Compañía

Política de Inversiones

La política de inversión de Salfacorp S.A., establece que su objetivo es concretar los planes de desarrollo y expansión de la Compañía en los distintos negocios en que participa, tanto a nivel local e internacional. Para cumplir con este cometido otorga a la Administración de la Sociedad las facultades suficientes para efectuar inversiones relacionadas con el negocio, así como cualquier otra que sea directamente complementaria al mismo, dentro del marco de los planes y proyectos aprobados por el Directorio y acorde a la rentabilidad requerida por los accionistas.

En este sentido, establece que cada unidad de negocio procederá de la siguiente manera:

El negocio de desarrollo y gestión inmobiliaria, destinará sus inversiones a terrenos para el desarrollo de su negocio inmobiliario, con el propósito de contar con los activos necesarios para atender a sus mercados objetivos en las ubicaciones determinadas en su Plan de Desarrollo Estratégico, y la construcción de proyectos inmobiliarios.

El negocio de ingeniería y construcción, destinará sus inversiones a maquinarias y equipos, siendo la política reinvertir como mínimo la depreciación del ejercicio anterior, la reposición normal de activos operacionales, modernizaciones y nuevas instalaciones para ampliar y mejorar la capacidad productiva.

Esto se complementará con una política de nivel Corporativo, que contemplará la inversión en adquisición de participaciones en empresas afines a sus actividades tanto en Chile, como en el exterior, siempre y cuando se enmarquen dentro de los planes de expansión de la Compañía y correspondan a proyectos rentables de acuerdo a criterios tanto técnicos como económicos.

Política de Financiamiento

La política de financiamiento de Salfacorp S.A. establece los mecanismos de financiamiento, tanto a través de la obtención de recursos propios basado en la eficiente administración del capital de trabajo así como de los flujos generados en el curso normal de los negocios de la Sociedad; como a través de terceros vía: emisión y colocación de acciones en Chile o en el extranjero, emisión de instrumentos de deuda pública o privada, créditos de bancos e instituciones financieras, cartas de crédito, créditos de proveedores, leasing y leaseback. Todo lo anterior, velando por mantener una adecuada estructura para minimizar los costos de capital, así como de plazos y niveles de endeudamiento compatibles con la generación de sus flujos de caja operacionales.

La Política además establece que las fuentes de financiamiento previamente descritas se administrarán en concordancia con el tipo de inversión en cada unidad de negocio:

El negocio de gestión y desarrollo inmobiliario financiará sus inversiones en terrenos con capital propio, generado a través del retorno correspondiente a la proporción de ventas del año y, con operaciones especiales con instituciones financieras o con asociaciones con terceros, y sus necesidades de capital de trabajo a través de capital propio, créditos asociados al desarrollo del proyecto, y créditos de corto y mediano plazo de libre disponibilidad. En el caso particular de construcción de proyectos, estos se financian con recursos propios y con financiamiento bancario específico para el proyecto, para lo cual se deja el terreno respectivo hipotecado a favor del banco.

El negocio de ingeniería y construcción, financiará sus inversiones en maquinarias y equipos a través de operaciones de leasing y en menor medida con recursos propios, en el caso de la construcción de obras, en primera instancia, a través de anticipos pagados por el mandante antes de la iniciación de la construcción de la obra, para luego, facturar mes a mes los ingresos correspondientes al estado de avance de las obras que realiza. En aquellos contratos que no contemplan anticipos y, existe un descalce importante entre las fechas de desembolso y cobranza a los clientes, la Compañía se financiará con una mezcla de recursos propios y créditos de libre disponibilidad. Tanto los anticipos como el fiel cumplimiento de los contratos suscritos son garantizados con boletas de garantía con instituciones bancarias.

En el caso de inversiones de largo plazo y cuyo objetivo esté relacionado con el aumento de participación en la propiedad de alguna de las filiales o bien la adquisición de una nueva empresa, Salfacorp S.A. evaluará los diversos instrumentos financieros de financiamiento disponibles en el mercado financiero, contratando aquel que más acomode a la naturaleza de la inversión y a sus necesidades de flujo.

Además, cabe considerar que la Política de Financiamiento de la Sociedad se encuentra limitada por las restricciones financieras establecidas en los contratos de, líneas de bonos y créditos bancarios, a través de diversos covenants relacionados con: límites al nivel de endeudamiento, límites al nivel de cobertura de gastos financieros y límites de patrimonio mínimo.

Política de Dividendos

Conforme a los estatutos, la Sociedad debe distribuir anualmente como dividendo en dinero a los accionistas a prorrata de sus acciones, a lo menos el 30% de las utilidades líquidas de cada ejercicio, salvo que se celebre un acuerdo diferente por la Junta de Accionistas respectiva y por la unanimidad de las acciones emitidas.

La política de distribución de dividendos de la Sociedad ha consistido históricamente en repartir un porcentaje equivalente al 30% de la utilidad del período, a través del pago de un dividendo definitivo en el mes de Mayo siguiente al cierre del ejercicio.

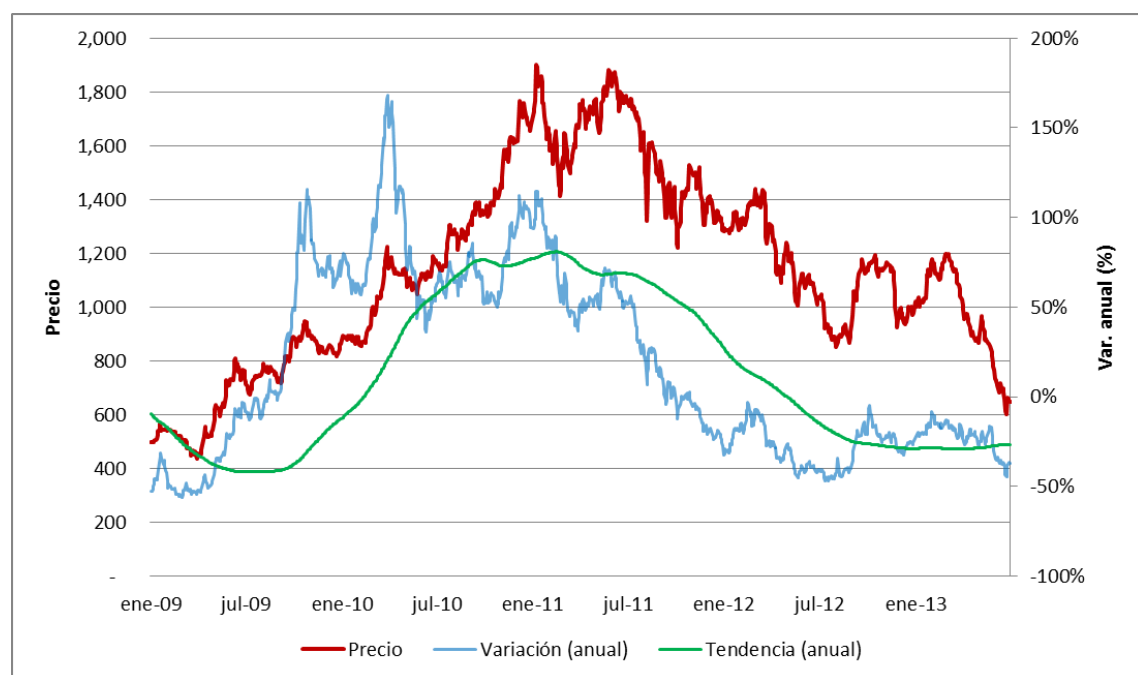
La política expuesta refleja la intención del Directorio, por lo que su cumplimiento quedará condicionado a las utilidades que realmente se obtengan, así como también a los resultados que señalen las proyecciones que periódicamente efectúe la Sociedad, o a la existencia de determinadas condiciones, según corresponda, cuya concurrencia será determinada por el Directorio.

E. Precio de la Acción

La Sociedad fue inscrita como Sociedad Anónima Abierta el 12 de agosto de 2004, se encuentra sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (S.V.S.) y transa en el mercado accionario local bajo el nemotécnico de SALFACORP.

El precio de la acción de Salfacorp S.A. en Enero 2009 ascendía a CLP \$496, y a partir de entonces registró un marcado crecimiento que se vio impulsado por el buen desempeño de la Compañía y las buenas perspectivas de la Industria de la Construcción e Inmobiliaria, alcanzando su máximo valor de CLP \$1.899 los primeros días del período 2011, en momentos donde la compañía a través de un Hecho esencial comunicaba la compra del 100% de las acciones de la Empresa Tecsa.³

Figura N° 1. Precio de la acción de Salfacorp S.A. (2009 - 2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Bolsa de Comercio de Santiago.

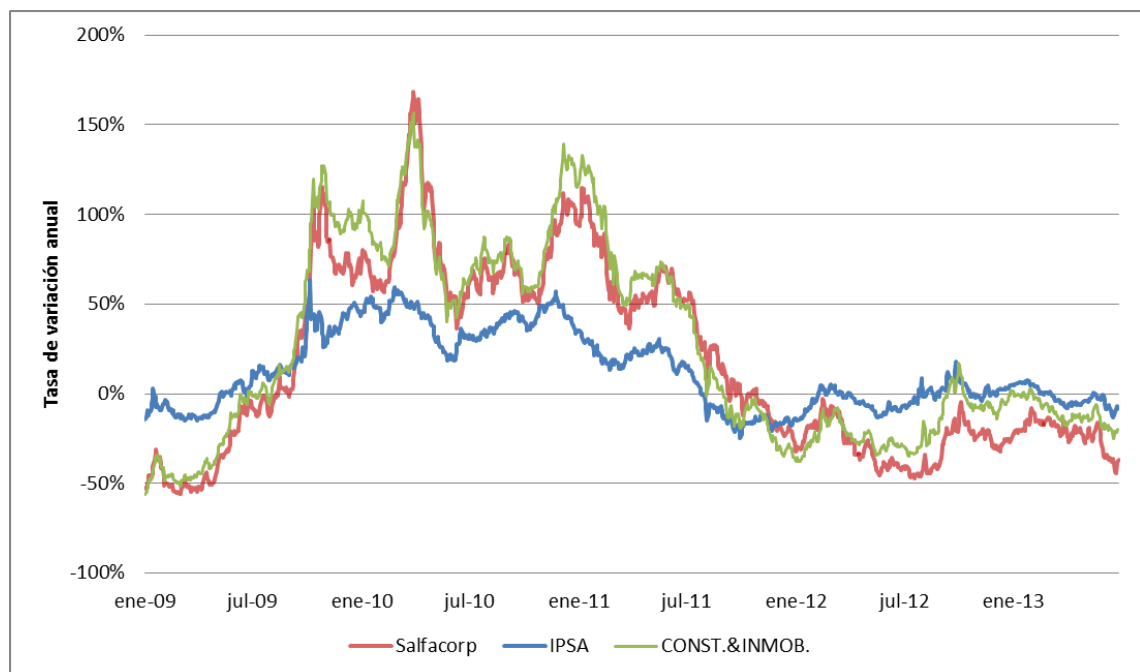
A partir de ese momento la tendencia anual del precio de la acción se ha vuelto decreciente, si bien el precio de la acción tuvo un “rebote” al alza ascendiendo a CLP \$1.880 en Mayo 2011 producto del anuncio de aumento de capital, el precio de la acción

³ Hecho esencial del 7 de Enero 2011. Empresas Tecsa es un holding con más de 60 años de trayectoria, que estaba integrada por distintas compañías: Tecsa Construcciones, Tecsa Concesiones, Tecsa Inmobiliaria y Tecsa Equipos y Servicios.

retomó su senda negativa producto de resultados menores a los esperados, así como de reducciones en las calificaciones crediticias de sus bonos asociadas a dudas respecto al cumplimiento de sus covenants y análisis de divisiones de la Compañía que no prosperaron, lo que tiene al precio de la acción en Junio 2013 a un valor de CLP \$653, acumulando una variación anual negativa de -37%.

En el Gráfico a continuación, se puede observar el comportamiento del precio de la acción de Salfacorp S.A. con respecto al IPSA⁴ y al Índice CONST. & INMOB⁵, en términos de su variación anual.

Figura N° 2. Variación anual de Salfacorp, IPSA y CONST.& INMOB. (2009 – 2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Tal como se puede apreciar en el gráfico, el rendimiento del precio de la acción de Salfacorp S.A. ha presentado una estrecha correlación con el comportamiento de la industria de la Construcción e Inmobiliaria, reflejado en el Índice CONST. & INMOB, compuesto del precio de las seis principales acciones del mercado local (Salfacorp, Besalco, EISA, Socovesa, Paz e Ingevec). No obstante tal como puede verse en el

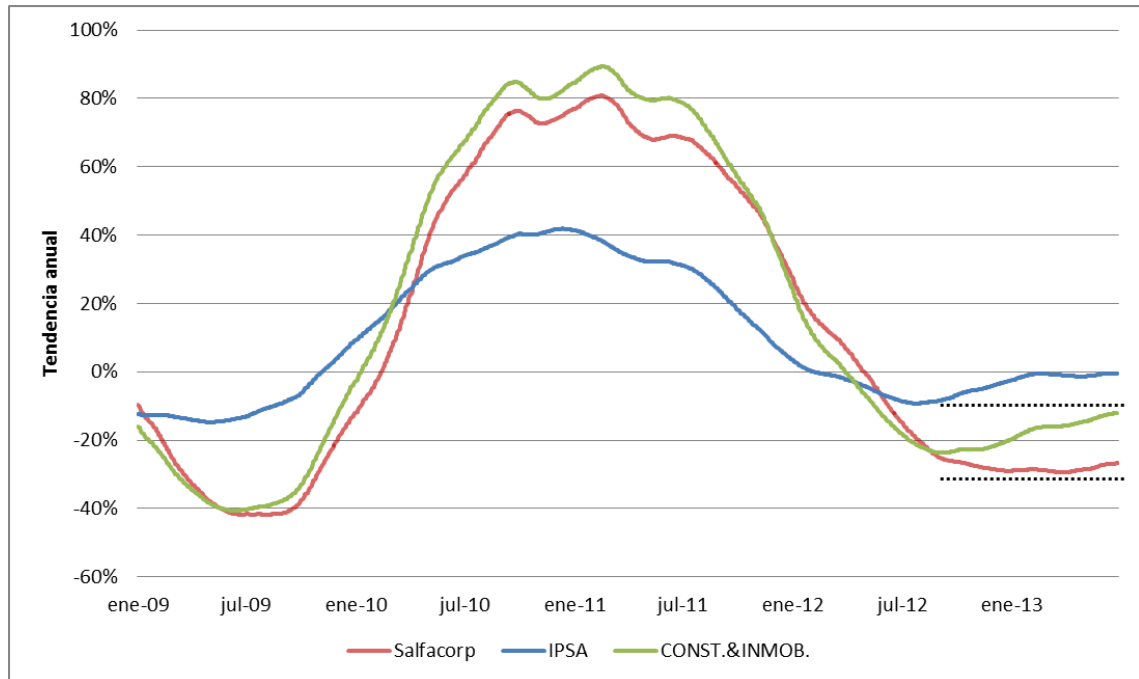
⁴ Índice publicado por Bolsa de Comercio de Santiago, y que la define como: “Principal indicador de resultados del mercado bursátil chileno constituido por las 40 acciones más líquidas del mercado”.

⁵ Índice publicado por Bolsa de Comercio de Santiago, y que la define como: “Indicador sectorial que agrupa a las empresas del sector económico de la construcción e inmobiliarias”.

Grafico a continuación, la tendencia de Salfacorp S.A. se ha distanciado de la industria en el último semestre.

Con respecto al IPSA, se puede observar en ambos gráficos que el rendimiento anual de Salfacorp S.A. se alinea al comportamiento del mercado pero reacciona con mayor fuerza ante alzas y bajas de rendimiento.

Figura N° 3. Tendencia de Salfacorp, IPSA y CONST.& INMOB. (2009 – 2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Bolsa de Comercio de Santiago. Tendencia estimada como el promedio móvil anual.

F. Balance y Estado de Resultados

A continuación se presentan los Balances y Estados de resultado anuales de Salfacorp S.A. para los períodos 2009, 2010, 2011, 2012 y el reporte intermedio de Junio 2013. Se presenta en primera instancia los Activos de la Compañía y posteriormente los Pasivos y Patrimonio, además se ha incorporado una columna que permite observar la importancia relativa de cada rubro.

Cuadro N° 2. Balance: Activos (UF miles)

	Dic 2009	(%)	Dic 2010	(%)	Dic 2011	(%)	Dic 2012	(%)	Jun 2013	(%)
Efectivo y equivalentes al efe	631	3%	786	3%	2,031	6%	1,401	3%	1,093	3%
Otros activos financieros corr	272	1%	35	0%	61	0%	90	0%	127	0%
Otros activos no financieros c	32	0%	35	0%	62	0%	153	0%	203	0%
Deudores comerciales y otras c	6,818	27%	7,317	29%	8,280	24%	11,276	26%	10,496	24%
Cuentas por cobrar a entidades	711	3%	595	2%	1,720	5%	1,603	4%	2,595	6%
Inventarios corrientes	6,264	25%	5,174	21%	7,214	21%	9,129	21%	10,375	24%
Activos biológicos corrientes	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Activos por impuestos corrient	682	3%	909	4%	1,295	4%	959	2%	843	2%
Total de activos corrientes	15,410	61%	14,852	60%	20,663	59%	24,610	58%	25,733	60%
Otros activos financieros no c	82	0%	32	0%	61	0%	107	0%	107	0%
Otros activos no financieros n	-	0%	-	0%	-	0%	75	0%	78	0%
Cuentas por cobrar no corrient	1,134	5%	1,145	5%	1,422	4%	72	0%	100	0%
Inventarios, no corrientes	-	0%	-	0%	-	0%	2,380	6%	2,459	6%
Cuentas por cobrar a entidades	-	0%	-	0%	-	0%	1,198	3%	1,252	3%
Inversiones contabilizadas uti	626	2%	803	3%	1,461	4%	1,543	4%	1,601	4%
Activos intangibles distintos	2,629	10%	2,485	10%	2,467	7%	3,051	7%	3,022	7%
Plusvalía	-	0%	246	1%	1,568	4%	1,055	2%	1,099	3%
Propiedades, planta y equipo	1,331	5%	1,560	6%	3,333	10%	3,511	8%	3,342	8%
Activos biológicos no corrient	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Propiedad de inversión	3,541	14%	3,353	13%	2,866	8%	3,392	8%	2,651	6%
Activos por impuestos corrient	-	0%	-	0%	-	0%	362	1%	285	1%
Activos por impuestos diferido	401	2%	407	2%	1,234	4%	1,262	3%	1,465	3%
Total de activos no corrientes	9,744	39%	10,032	40%	14,411	41%	18,007	42%	17,460	40%
Total de activos	25,154		24,884		35,074		42,618		43,193	

Fuente: Estados Financieros de Salfacorp S.A.

Durante el período Diciembre 2009 a Junio 2013, se ha observado que la relación entre Activos corrientes y no corrientes se ha mantenido constante en un 60% y 40%

respectivamente, y que los activos más representativos han correspondido a Deudores comerciales corrientes e Inventarios corrientes, representando en conjunto un 48% del Activo total en promedio. En menor medida han destacado los Activos Intangibles, Propiedades plantas y Equipos, y Propiedades de Inversión, representando en conjunto un 26% de los Activos totales en promedio.

Cuadro N° 3. Balance: Pasivos y Patrimonio (UF miles)

	Dic 2009	(%)	Dic 2010	(%)	Dic 2011	(%)	Dic 2012	(%)	Jun 2013	(%)
Otros pasivos financieros	3,485	14%	1,116	4%	937	3%	8,116	19%	10,133	23%
Cuentas por pagar comerci	3,638	14%	3,547	14%	6,157	18%	6,296	15%	6,222	14%
Cuentas por pagar a entid	41	0%	31	0%	328	1%	123	0%	67	0%
Otras provisiones a corto	51	0%	9	0%	46	0%	35	0%	42	0%
Pasivos por impuestos cor	583	2%	594	2%	801	2%	920	2%	812	2%
Provisiones corrientes po	-	0%	-	0%	-	0%	2,158	5%	-	0%
Otros pasivos no financie	-	0%	578	2%	2,472	7%	-	0%	1,412	3%
Total de pasivos corrient	7,799	31%	5,875	24%	10,741	31%	17,648	41%	18,687	43%
Otros pasivos financieros	7,824	31%	9,112	37%	10,848	31%	9,700	23%	9,219	21%
Cuentas por pagar no corr	64	0%	115	0%	93	0%	76	0%	13	0%
Cuentas por pagar a entid	349	1%	119	0%	172	0%	265	1%	232	1%
Otras provisiones a largo	136	1%	83	0%	216	1%	645	2%	496	1%
Pasivo por impuestos dife	461	2%	483	2%	746	2%	927	2%	889	2%
Pasivos por impuestos cor	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Provisiones no corrientes	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Otros pasivos no financie	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Total de pasivos no corri	8,833	35%	9,912	40%	12,076	34%	11,613	27%	10,849	25%
Total de pasivos	16,632	66%	15,787	63%	22,817	65%	29,262	69%	29,537	68%

	Dic 2009	(%)	Dic 2010	(%)	Dic 2011	(%)	Dic 2012	(%)	Jun 2013	(%)
Capital emitido	5,446	22%	5,316	21%	7,896	23%	7,707	18%	7,703	18%
Ganancias (pérdidas) acum	3,330	13%	3,973	16%	4,330	12%	4,937	12%	5,157	12%
Prima de emisión	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Acciones propias en carte	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Otras participaciones en	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Otras reservas	-364	-1%	-387	-2%	-307	-1%	-315	-1%	-353	-1%
Participaciones no contro	109	0%	196	1%	337	1%	1,027	2%	1,149	3%
	-		-		-		-		-	
Total de patrimonio	8,522	34%	9,097	37%	12,257	35%	13,356	31%	13,656	32%
Total de patrimonio y pas	25,154		24,884		35,074		42,618		43,193	

Fuente: Estados Financieros de Salfacorp S.A.

Durante el período Diciembre 2009 a Junio 2013, se ha observado que la relación entre Pasivos y Patrimonio ha sido relativamente estable en un 66% y 34% respectivamente, además se puede observar que la Compañía ha incrementado sus Pasivos corrientes en relación a sus Pasivos no corrientes a partir del período 2012. Las partidas de mayor significancia han sido: Otros Pasivos financieros corrientes y no corrientes, Cuentas por pagar corrientes y Capital emitido, las cuales en conjunto han representado el 77% de las Cuentas de Pasivo y Patrimonio en promedio (57% y 20% respectivamente).

Cuadro N° 4. Estados de resultado (UF miles)

	Dic 2009	(%)	Dic 2010	(%)	Dic 2011	(%)	Dic 2012	(%)	Jun 2013	(%)
Ingresos de actividades o	27,172	100%	33,016	100%	40,435	100%	46,524	100%	21,027	100%
Costo de ventas	23,935	88%	29,269	89%	36,599	91%	42,462	91%	19,005	90%
Ganancia bruta	3,237	12%	3,747	11%	3,836	9%	4,062	9%	2,022	10%
Otros ingresos	28	0%	51	0%	33	0%	692	1%	16	0%
Costos de distribución	104	0%	149	0%	202	0%	189	0%	76	0%
Gastos de administración	1,797	7%	1,891	6%	2,201	5%	2,511	5%	1,105	5%
Otros gastos, por función	-	0%	1	0%	5	0%	19	0%	29	0%
Otras ganancias (pérdidas)	(591)	-2%	(10)	0%	74	0%	(3)	0%	(8)	0%
Ganancias (pérdidas) de a	772	3%	1,747	5%	1,536	4%	2,032	4%	821	4%
Ganancias (pérdidas) que	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Ingresos financieros	136	1%	54	0%	124	0%	185	0%	72	0%
Costos financieros	566	2%	429	1%	691	2%	807	2%	403	2%
Participación en las gana	50	0%	152	0%	167	0%	22	0%	83	0%
Diferencias de cambio	7	0%	(8)	0%	20	0%	(32)	0%	10	0%
Resultados por unidades d	105	0%	(55)	0%	(223)	-1%	(180)	0%	5	0%
Ganancias (pérdidas) que	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Ganancia (pérdida), antes	504	2%	1,461	4%	934	2%	1,220	3%	587	3%
Gasto por impuestos a las	149	1%	319	1%	156	0%	94	0%	120	1%
Ganancia (pérdida) proced	355	1%	1,142	3%	777	2%	1,126	2%	467	2%

Fuente: Estados Financieros de Salfacorp S.A.

En el Estado de Resultado se puede observar que en promedio el Margen de explotación ha sido de un 10%, el Margen operacional de 4% y el Margen de utilidad de 2%. Además se puede observar que los Egresos de mayor relevancia han correspondido al Costo de Venta y en segundo lugar al Gasto de administración, y que en conjunto han representado un 96% de los Egresos promedio.

G. Índices financieros

Liquidez

El riesgo de liquidez de la Compañía se ha comenzado a incrementar en el último tiempo. Su Índice Razón corriente ha descendido fuertemente desde un máximo de 2,5 veces el período 2010 a 1,4 veces en Junio 2013. Similar comportamiento ha tenido la Razón acida que ha resultado ser inferior a uno desde el período 2012, es decir las Obligaciones de corto plazo de la Compañía son superiores a sus Derechos de corto plazo cuando no se consideran los Inventarios corrientes. Además, se ha observado un incremento constante de sus necesidades de Capital de trabajo neto.

Cuadro N° 5. Índices de Liquidez

	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Jun 2013
Liquidez					
Razón Corriente	2.0	2.5	1.9	1.4	1.4
Razón Acida	1.2	1.6	1.3	0.9	0.8
Capital de trabajo (en millones de CLP)	217,509	204,772	240,554	358,092	395,466

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

Endeudamiento

La relación entre Deuda y Patrimonio se ha ido incrementando en el último tiempo alcanzando un ratio de 2,2 veces a Junio 2013 correspondiente al máximo observado desde el período 2009. Esto, explicado principalmente por un incremento de la Deuda de corto plazo que ha ido ganando espacio en desmedro de la Deuda de largo plazo. La cobertura de intereses ha ido cayendo desde el período 2010, y a Junio 2013 alcanza su menor nivel desde ese entonces, con 2,0 veces.

Cuadro N° 6. Índices de Endeudamiento

	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Jun 2013
Endeudamiento					
Deuda / Patrimonio	2.0	1.7	1.9	2.2	2.2
Deuda CP / Patrimonio	0.9	0.6	0.9	1.3	1.4
Deuda LP / Patrimonio	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
Cobertura de intereses	1.4	4.1	2.2	2.5	2.0

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

Actividad

La Permanencia de las cuentas por cobrar en días y la Permanencia del inventario en días han alcanzado su mayor nivel desde el período 2009 con 112 días y 98 días respectivamente, mientras que la permanencia de las cuentas por cobrar en días se ha mantenido relativamente estable, lo cual contribuiría a explicar en parte las disminuciones observadas en los ratios de liquidez previamente descritos, así como el incremento en las necesidades de Capital de trabajo neto.

Cuadro N° 7. Índices de Actividad

	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Jun 2013
Actividad					
Permanencia Cuentas por Cobrar	100	86	89	100	112
Permanencia Cuentas por Pagar	55	44	64	54	60
Permanencia de Inventarios	94	64	71	77	98

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

Rentabilidad

Los Ingresos han crecido a tasas de 21%, 22% y 15%, los períodos 2010, 2011 y 2012, sin embargo el último período se ha registrado una disminución relevante respecto de los otros dos períodos anteriores, esto en línea con el enfriamiento de la economía y el cese del explosivo dinamismo de la industria de la Construcción. Mientras tanto sus márgenes se han mantenido relativamente estables, y su EBITDA ha sido concordante con el incremento en los ingresos y la estabilidad de dichos márgenes, alcanzando los casi 60 mil millones de pesos chilenos al cierre del período 2012.

Cuadro N° 8. Índices de Rentabilidad

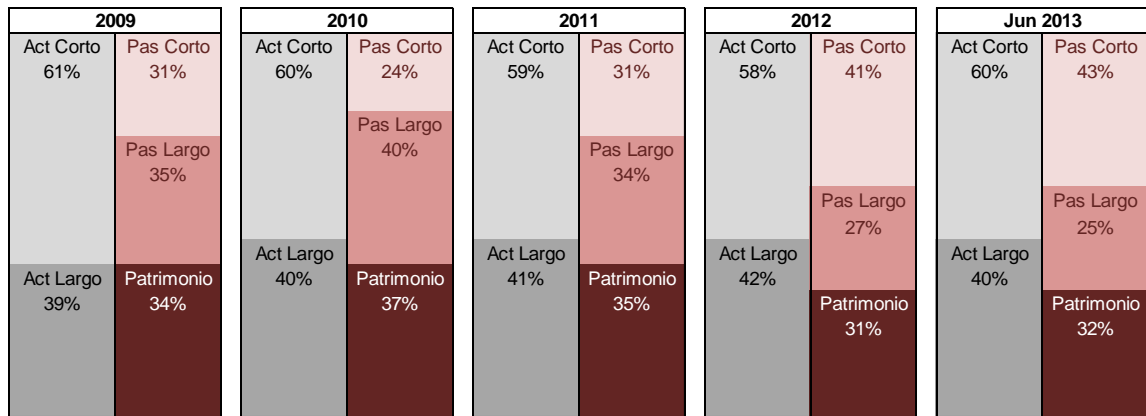
	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Jun 2013
Rentabilidad					
Variación de ingresos		21.5%	22.5%	15.1%	
Margen de explotación	12%	11%	9%	9%	10%
Margen operacional	3%	5%	4%	4%	4%
Margen de utilidad	1%	3%	2%	2%	2%
ROA	1%	5%	2%	3%	
ROE	4%	13%	6%	8%	
EBITDA (en millones de CLP)	20,614	41,573	42,670	59,714	

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

Análisis de Masas Patrimoniales

El Análisis de las masas patrimoniales de Salfacorp S.A. para el período comprendido entre año 2009 a Junio 2013, permite corroborar gráficamente lo expuesto anteriormente en términos de que su proporción de activos de corto plazo y de largo plazo se han mantenido relativamente, no obstante los Pasivos han sido los cuales han presentado mayor movimiento, particularmente los Pasivos con vencimiento a menos de un año que se han ido acrecentando porcentualmente sobre los Pasivos de largo plazo y el Patrimonio, incrementado el riesgo de liquidez e insolvencia tal como se pudo observar en el análisis de índices descrito previamente.

Figura N° 4. Comportamiento de las masas patrimoniales



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

H. Descripción de la Industria

La Industria de la Construcción en Chile está conformado por las actividades de: edificación habitacional, edificación no habitacional y obras de ingeniería pública y privada para la construcción de infraestructura. En términos más específicos, el sector de la construcción es aquél que presta servicios de edificación, tanto de obras nuevas como ampliaciones, de viviendas, oficinas y locales comerciales, etc.; construcción de infraestructura productiva en general para los otros sectores económicos como la minería, la industria, el sector eléctrico, etc.; construcción de infraestructura de uso público en general, tales como los edificios de la administración pública, las municipalidades, etc., y la construcción de caminos, puentes, embalses, etc.⁶

La industria de la construcción presenta un papel relevante dentro de la economía nacional, representando entre 7% y 8% del Producto Interno Bruto registrado durante los períodos 2008 al 2012, según las cifras publicadas por el Banco Central de Chile, ocupando el sexto lugar de mayor contribución y registrando una relativa estabilidad en su actividad.

Cuadro N° 9. Actividad económica sectorial

Especificación	2008	2009	2010	2011	2012
Servicios Empresariales	13.3%	13.5%	13.7%	14.0%	14.1%
Minería	15.3%	15.3%	14.8%	13.3%	13.2%
Servicios Personales	11.1%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Industria Manufacturera	12.2%	11.8%	11.5%	11.7%	11.4%
Comercio	9.2%	8.7%	9.6%	10.1%	10.4%
Construcción	8.0%	7.7%	7.4%	7.5%	7.7%
Servicios Financieros	5.7%	5.9%	6.0%	6.3%	6.5%
Servicios de Vivienda	5.4%	5.6%	5.4%	5.2%	5.1%
Transportes	5.2%	4.7%	4.9%	4.9%	4.9%
Administración Pública	4.4%	4.8%	4.7%	4.4%	4.4%
Electricidad, gas y agua	2.9%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%
Agropecuaria-Silvícola	3.2%	3.0%	2.9%	3.1%	2.9%
Comunicaciones	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%
Restaurantes y hoteles	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Pesca	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

Fuente: Cuentas Nacionales del Banco Central de Chile.

⁶ Alvarado y Spolmann, 2009, Análisis de competencia del sector de la construcción chileno y sus procesos de licitaciones públicas de contratos de obras, Fiscalía Nacional Económica, Chile.

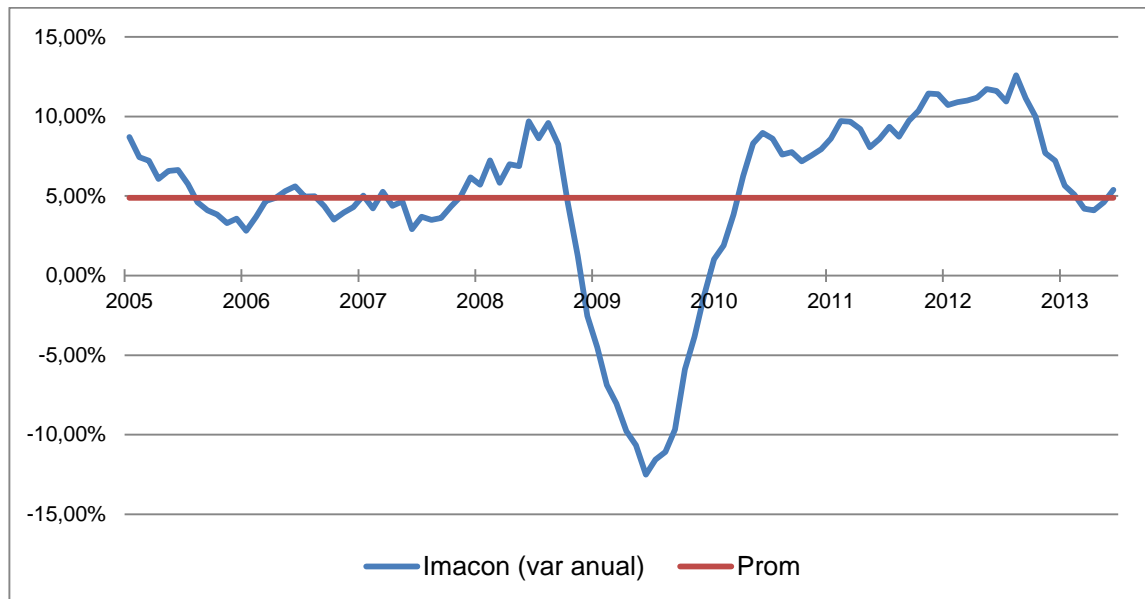
Por su parte la Cámara Chilena de la Construcción elabora mensualmente el Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (IMACON), que constituye un índice que refleja la actividad de la industria de la construcción en términos de: permisos de edificación, facturación de contratistas generales, despachos de materiales de construcción, niveles de venta de proveedores, PIB de la Construcción y Nivel de empleo sectorial.⁷

El Índice de actividad económica de la construcción refleja un crecimiento anual medianamente estable durante el período 2005 y 2008, con variaciones entre el 5% y el 10%, luego de lo cual la industria sufrió un fuerte revés debido a las implicancias de la Crisis hipotecaria norteamericana que se manifestó desde mediados del período 2008 a mediados del período 2010. Posteriormente, y en momentos que las economías mundiales se recuperaban de los embates de la crisis, la actividad retomó su curso de expansión a niveles que incluso sobrepasaron el 10% de crecimiento durante el primer semestre del período 2012.

⁷ Fuentes, 2007, Desarrollo de un procedimiento para la acreditación de organismos de inspección técnica de obras bajo norma NCH2404, Universidad de Chile, Chile.

A comienzos del segundo semestre 2012 con el enfriamiento de la economía la actividad ha manifestado un decaimiento en su tasa de crecimiento y de ajuste hacia su crecimiento tendencial, tal como se puede observar en el comportamiento del Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON), donde se sitúa a Junio de 2013 en niveles del orden del 5%.

Figura N° 5. IMACON: Crecimiento anual de la Construcción (2005-2013)



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

En el Informe Macroeconomía y Construcción de Junio 2013, publicado por la Cámara Chilena de la Construcción, se reporta que la Institución prevé que la inversión siga convergiendo hacia su nivel de tendencia, aunque no se descartan eventuales altibajos, propios del efecto estacional que caracteriza al sector de la construcción. El Informe concluye señalando que sus proyecciones de crecimiento con relación a la inversión en infraestructura (pública y privada), se estiman en un alza en torno a 8,0% anual para 2013, y .para la inversión en construcción en 2014, si bien dependerá del desempeño de la economía agregada, oscilará en torno a 5,8% anual.

En Chile no se cuenta con suficiente información respecto de la Industria de la Construcción a nivel desagregado, que permita observar la participación de mercado de diferentes empresas, sumado a la alta heterogeneidad de los productos que genera la industria que dificultan su análisis como un solo gran mercado.

Con el objetivo de dimensionar la relevancia de Salfacorp S.A. en términos de su facturación reciente con respecto a otras compañías participantes de la misma industria nacional es que se ha realizado un análisis comparativo en términos de sus Ingresos Operacionales informados a través de los Estados Financieros auditados bajo IFRS y presentados a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) para los períodos Junio 2013 y Diciembre 2012, que constituyen los períodos en donde se cuenta con esta información.

Para establecer las empresas comparables es necesario que posean las mismas unidades de negocios, en el caso de Salfacorp S.A., Inmobiliaria e Ingeniería y Construcción.

Las Empresas comparables corresponden a:

Besalco S.A.: es una de las principales empresas del rubro de la inmobiliaria e ingeniería y construcción de Chile, está dirigida principalmente al mercado de la 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.⁸

Socovesa S.A: es una compañía inmobiliaria y constructora integrada verticalmente, cuya cadena de valor abarca desde la decisión de llevar a cabo un proyecto hasta el servicio de postventa. La empresa realiza sus actividades en dos áreas de negocio: desarrollo inmobiliario e ingeniería y construcción. Sus actividades las realiza a través de sus distintas filiales, lo que le ha permitido mantenerse cerca de los clientes, logrando interpretar y atender de mejor manera las necesidades de éstos, 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 segmento de negocio. La Compañía cuenta con dos unidades de negocio: el Área Inmobiliaria y el Área de Ingeniería y Construcción. Cada una de éstas está formada por filiales que

⁸ Memoria Anual Besalco 2012

buscan potenciar el liderazgo de Socovesa en las distintas regiones y nichos de mercado donde opera⁹

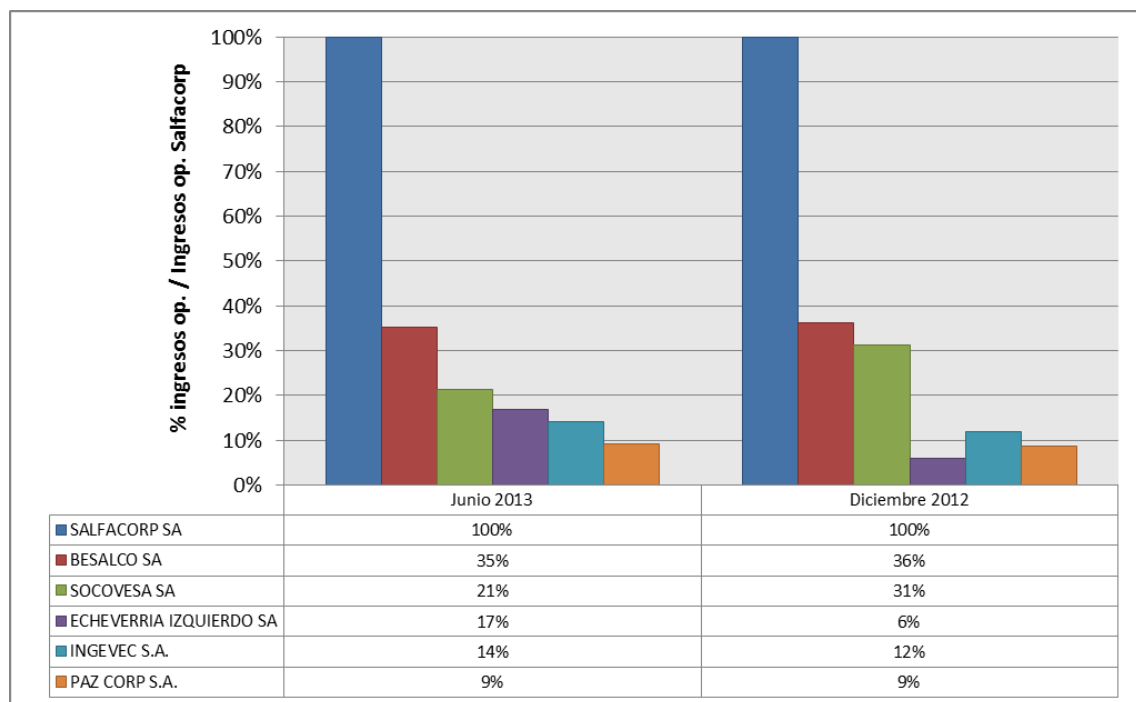
Paz Corp. S.A.: es una empresa inmobiliaria chilena con presencia en Chile, Perú y Brasil. Posee una trayectoria de más de 40 años en el desarrollo de viviendas accesibles para la clase media, con un enfoque en la innovación y la calidad. En estas cuatro décadas ha concretado más de 150 proyectos y 25 mil viviendas. La compañía 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.¹⁰

⁹ Memoria Anua Socovesa 2012

¹⁰ Memoria Anual Paz 2012

A partir de los resultados recogidos y tal como puede apreciarse en el gráfico adjunto, el nivel de facturación de Salfacorp S.A. a Diciembre 2012 ascendió a CLP \$1,06 billones, y en Junio 2013 registró CLP \$480 mil millones, prácticamente triplica a su empresa comparable más cercana, posicionando a Salfacorp S.A. como la principal empresa constructora de Chile, en términos de facturación. En el gráfico se han incorporado Ingevec S.A. y Echeverría Izquierdo S.A. por ser parte de las empresas que conforman la industria local, no obstante no se han considerado como comparables para efectos de la valoración a través de Múltiplos dado que su apertura bursátil fue en el 2012 y no se cuenta con la suficiente información en sus Estados Financieros.

Figura N° 6. Ingresos operacionales empresas comparables (Jun 2013 y Dic 2012)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de cada Compañía (SVS).

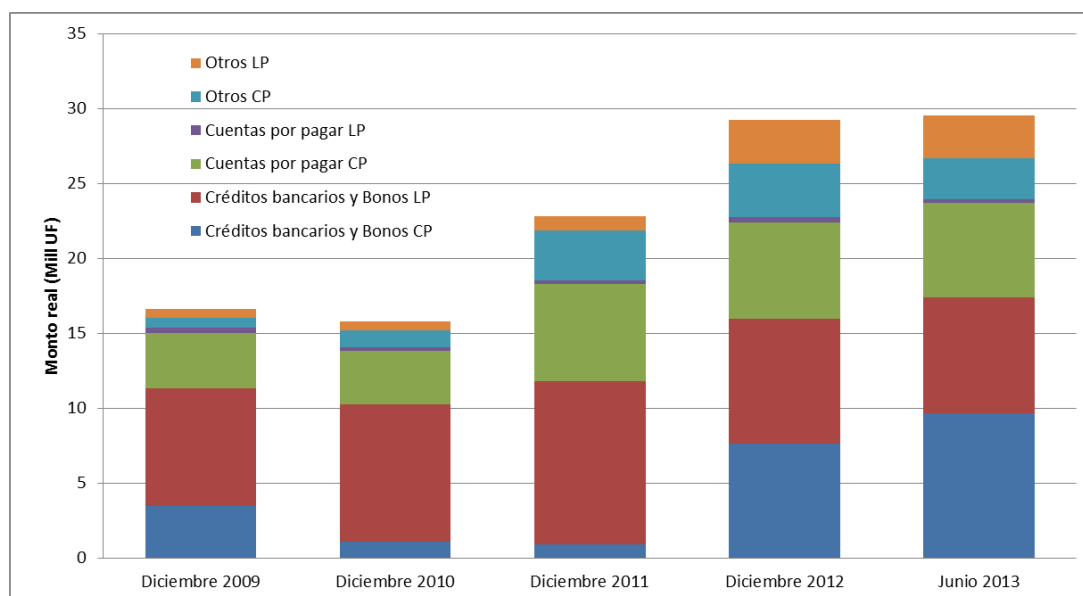
IV. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

El financiamiento de Salfacorp S.A. se compone principalmente de Créditos con instituciones financieras bancarias y Bonos emitidos en Chile, además realiza operaciones de factoring, leasing financiero y cartas de crédito en el corto plazo (menos de un año).

En el gráfico a continuación se presenta el detalle y la evolución de los Pasivos de Salfacorp S.A. (UF millones) durante el período Diciembre 2009 a Junio 2013. Como puede observarse los Pasivos de la Compañía se incrementaron fuertemente desde el 2010 a 2011 (48%) y desde 2011 al 2012 (28%) para mantenerse estables entre 2012 a Junio 2013, las variaciones se asocian a los siguientes componentes:

- i. La variación del período 2010 vs 2011 se asoció principalmente a incrementos en los pasivos de corto plazo, más específicamente Cuentas por pagar (74%) y Anticipos de Clientes (agrupados en “Otros CP”) que triplicó su valor;
- ii. La variación del período 2011 vs 2012, se asocia principalmente al vencimiento próximo de dos emisiones de deuda de la serie BSALF-A en Mayo 2013 por un monto total de UF 2 millones y que pasaron a formar parte del pasivo de corto plazo. Probablemente esto generó urgencias de liquidez en la Compañía que la llevaron a incrementar en seis veces sus préstamos bancarios de corto plazo, y a comenzar una fuerte utilización Factoring sobre su cartera de deudores, instrumento de liquidez que no se había utilizado en período anteriores (se registra un monto el 2011 pero inmaterial).

Figura N° 7. Evolución del Pasivo de Salfacorp S.A. 2009 - 2013¹¹



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

Las características de los instrumentos de financiamiento que la Compañía utiliza son los siguientes

Créditos bancarios: Prácticamente la totalidad de los instrumentos informados al 30 de Junio 2013, son: de corto plazo, denominados en CLP y UF, a tasa fija y con diversos bancos nacionales. Reporta además algunos instrumentos muy escasos, con las siguientes características: uno en peso colombiano (COP), uno en peso argentino (ARS), dos a tasa variable CLP TAB y seis a largo plazo.

Leasing Financiero: Al 30 de Junio 2013 la compañía reporta operaciones de Leasing Financiero tanto de corto como largo plazo, a tasas fijas, en monedas: CLP, UF, USD y PEN (Sol Peruano) y con diversos bancos locales como extranjeros.

Factoring de cartera: Tal como se mencionó anteriormente la Compañía ha comenzado un intensivo uso de Factoring sobre su cartera de deudores con y sin responsabilidad, a partir del período 2012 y con diversos bancos locales.

¹¹ Las cuentas Otros CP y Otros LP agrupan los pasivos de corto y largo plazo relacionados con: provisiones por garantías, juicios, remuneraciones, impuestos; anticipos de clientes; impuestos diferidos; valor razonable de derivados de cobertura y de negociación y pasivos por compras de terreno.

Cartas de crédito: La compañía registra un saldo menor de instrumentos Cartas de Crédito en USD y EUR, con diversos bancos locales.

Emisión de deuda pública (Bonos): La Compañía ha emitido Bonos de largo plazo en el mercado local, al 30 de Junio 2013 registra cuatro bonos vigentes en UF a tasa fija cuyo resumen puede observarse en la tabla a continuación y que en detalle se presentan en el Anexo A:

Cuadro N° 10. Resumen de Bonos de Salfacorp S.A. vigentes al 30 de Junio 2013

Nemo	Monto	Tasa	Tasa de Mercado	Vencimiento	Plazo	Pagos
BSALF-B	UF 1MM	4.00%	4.53%	31-05-2029	16Y	6M / Amort.
BSALF-C	UF 1MM	3.90%	6.23%	01-09-2014	1Y	6M / Bullet
BSALF-F	UF 1MM	3.25%	5.63%	15-10-2015	2Y	6M / Bullet
BSALF-G	UF 1MM	4.00%	5.03%	15-10-2031	18Y	6M / Amort.

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A. y Bloomberg.

V. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

La estimación de la Estructura Objetivo de la Compañía corresponde a un elemento clave en el desarrollo de la Metodología de Valoración de Empresas a través de Flujos Descontados, particularmente en la determinación de una Tasa de costo de capital razonable con la cual descontar los flujos de efectivo futuros que se descontarán.

En el presente trabajo hemos estimado la Estructura de Capital Objetivo a partir de los Estados Financieros auditados bajo el Estándar contable IFRS e informados a la SVS para los periodos: Diciembre 2009, Diciembre 2010, Diciembre 2011, Diciembre 2012 y Junio 2013, el procedimiento desarrollado se describe a continuación:

- i. Lo primero ha sido estimar la deuda financiera para lo cual se he utilizado su registro contable siguiendo un criterio conservador y en línea con las directrices de metodología establecidas por los Académicos de la Facultad que guían la elaboración del presente trabajo. Como Deuda Financiera se han considerado los Rubros del Pasivo: Otros pasivos financieros corrientes y Otros pasivos financieros no corrientes, expresados al valor de la UF en la fecha de reporte:

Cuadro N° 11. Detalle de la Deuda Financiera (UF)

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Junio 2013
UF a cada fecha de reporte	20,942.88	21,455.55	22,294.03	22,840.75	22,852.67
Otros pasivos financieros corrientes	3,485,143	1,116,304	936,692	8,115,503	10,132,576
Otros pasivos financieros no corrientes	7,823,727	9,112,088	10,848,479	9,700,425	9,219,041
Deuda Financiera	11,308,870	10,228,392	11,785,171	17,815,928	19,351,618

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

- ii. Se estimó el Patrimonio Económico de Salfacorp S.A. como el producto entre el número de acciones vigentes y el precio de la acción, dividido por el valor de la UF, todos estos valores según la fecha de reporte.

Cuadro N° 12. Detalle de Patrimonio Económico (UF)

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Junio 2013
UF a cada fecha de reporte	20,942.88	21,455.55	22,294.03	22,840.75	22,852.67
Capital Suscrito y pagado (CLP miles)	114,059,492	114,059,492	176,033,985	176,033,985	176,033,985
Número de Acciones	399,997,455	399,997,455	437,597,321	437,597,321	437,597,321
Precio de la acción a cada fecha de reporte	869	1,690	1,288	980	653
Patrimonio Económico (CLP miles)	347,597,788	675,795,700	563,406,551	428,683,464	285,562,884
Patrimonio Económico	16,597,421	31,497,477	25,271,633	18,768,362	12,495,821

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

- iii. El Valor de la Empresa es el resultado de la suma de su Deuda Financiera y su Patrimonio Económico expresados en UF, tal como se había calculado previamente.

Cuadro N° 13. Detalle del Valor de la Empresa (UF)

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Junio 2013
Deuda Financiera	11,308,870	10,228,392	11,785,171	17,815,928	19,351,618
Patrimonio Económico	16,597,421	31,497,477	25,271,633	18,768,362	12,495,821
Valor de la Empresa	27,906,290	41,725,869	37,056,805	36,584,290	31,847,439

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

- iv. Basados en la información obtenida se estimó el ratio Deuda Financiera sobre Valor de la Empresa (B/V) a través de la división de ambos valores y para cada uno de los períodos analizados:

$$\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Valor de la Empresa}} = \left(\frac{B}{V}\right)$$

- v. Posteriormente se calculó un promedio lineal simple sobre estos ratios de manera de obtener el Promedio Histórico del Ratio (B/V).

Cuadro N° 14. Detalle del Promedio Histórico del Ratio B/V (UF)

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Junio 2013
Deuda Financiera (B)	11,308,870	10,228,392	11,785,171	17,815,928	19,351,618
Patrimonio Económico (P)	16,597,421	31,497,477	25,271,633	18,768,362	12,495,821
Valor de la Empresa (V)	27,906,290	41,725,869	37,056,805	36,584,290	31,847,439
Ratio (B/V)	0.405	0.245	0.318	0.487	0.608
Promedio Histórico Ratio (B/V)	0.413				

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

- vi. A partir del Promedio Histórico del Ratio (B/V) calculado, se estimó el Ratio Patrimonio Económico sobre el Valor de la Empresa (P/V) por medio de la diferencia:

$$1 - \left(\frac{B}{V}\right) = \left(\frac{P}{V}\right)$$

- vii. Finalmente, se estimó la Estructura de Capital Objetivo (B/P) como la división entre los Ratios (B/V) y (P/V):

$$\frac{\left(\frac{B}{V}\right)}{\left(\frac{P}{V}\right)} = \left(\frac{B}{P}\right)$$

Cuadro N° 15. Detalle de la Estructura de Capital Objetivo estimada

	Valor
Ratio Deuda Financiera sobre Valor de la Empresa (B/V)	0.413
Ratio Patrimonio Económico sobre Valor de la Empresa (P/V)	0.587
Ratio Deuda Financiera sobre Patrimonio Económico (B/P)	0.702

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Salfacorp S.A.

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

A. Estimación del beta patrimonial de la empresa

- i. Para estimar el beta patrimonial de Salfacorp utilizaremos el modelo de mercado $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$.

Donde:

R_{it} : Retorno semanal del precio de la acción Salfacorp.

R_m : Retorno semanal del mercado, utilizando el IGPA

- ii. De la Bolsa de Comercio obtenemos los precios semanales de la acción de Salfacorp y del IGPA, entre el 1 de Julio de 2007 al 30 de Junio de 2013. Correspondientes al precio de cierre de los días viernes.
- iii. Luego calculamos los retornos semanales de la acción de Salfacorp y del Índice IGPA.
- iv. Con los 105 retornos se estima con el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) el beta de la acción a Junio de los años 2009 al 2013.
- v. Luego de la Bolsa de Comercio obtenemos la presencia bursátil de la acción de Salfacorp al cierre de Junio de cada año.

Cuadro N° 16. Resultado modelo de mercado

	2009	2010	2011	2012	2013
Beta de la Acción ¹²	1,4213	1,3417	1,1801	1,4898	1,6086
p-value (significancia)	0%	0%	0%	0%	0%
Presencia Bursátil	89,44%	99,44%	100%	99,44%	100%

Fuente: Elaboración propia.

Los betas de todos los años son significativos por lo cual podemos rechazar la hipótesis nula que el beta sea igual a cero.

¹² Ver anexo B, detalle de betas y significancia de estos.

B. Estimación del Costo de Capital de la empresa

Para la estimación suponemos 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%.

Costo de deuda (k_b)

El Bono emitido por Salfacorp S.A. de más largo plazo, corresponde a la Serie G denominada en UF, con vencimiento en Octubre 2031 (18 años remanentes), y cuya tasa de mercado, informada por la Bolsa de Comercio de Santiago, el día 25 de Junio 2013 ascendió a 5,025% (precio de 91,35).

Beta de la deuda (β_b)

Utilizando la fórmula de CAPM (Rubinstein 1973), dado que la Tasa de la deuda (K_b) es superior a la Tasa Libre de riesgo (R_f), considerando que: i) la Tasa de la deuda (K_b) es de 5,025%, la Tasa libre de Riesgo (R_f) es de 2,65%, y el premio por riesgo de mercado es de 7,2%, el Beta de la deuda de Salfacorp S.A. resulta ser de 0,3299.

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

$$5,025\% = 2,65\% + 7,2\% * \beta_d$$

$$\frac{[5,025\% - 2,65\%]}{7,2\%} = \beta_d$$

$$\beta_d = 0,3299$$

Beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$)

El Beta estimado de la acción a Junio 2013 es 1,6086 (ver Cuadro N°16).

Beta Patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Utilizando la fórmula de Rubinstein (1973), el cual considera que la deuda de la empresa es riesgosa, y utilizando:

- i. Beta patrimonial de la empresa con Deuda de 1,6086
- ii. Tasa de impuesto de 20%,
- iii. Estructura de capital de la empresa a Junio 2013 de 1,5486

- iv. Beta de la deuda, calculada anteriormente, de 0,3299; se estima un Beta patrimonial de la empresa sin deuda de 0,9010.

El desarrollo del análisis es el siguiente, en donde la incógnita a despejar corresponde $\beta_p^{S/D}$:

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

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

$$\beta_p^{S/D} = \frac{[1,6086 - (1 - 0,2) * 0,3299 * 1,5486]}{[1 + (1 - 0,2) * 1,5486]}$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,9010$$

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

En base a la información previamente estimada e identificada, pero ahora considerando una Estructura de capital objetivo de 0,702 y utilizando la fórmula de Rubinstein (1979), se estimó un Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_p^{C/D}$) de 1,2218.

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,9010 * [1 + (1 - 0,2) * 0,702] - (1 - 0,2) * 0,3299 * 0,702$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,2218$$

Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM según Hamada (1969), y utilizando el Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$) de 1,2218 estimado en base a una Estructura de capital objetivo 0,702, se estimó una Tasa de costo patrimonial (K_p) de 11,45%.

El desarrollo del análisis es el siguiente:

$$K_p = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_p^{C/P}$$

$$K_p = 2,65\% + 7,20\% * 1,2218$$

$$K_p = 11,45\%$$

Costo de Capital (k_0)

Utilizando la fórmula de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) según Modigliani y Miller (1963), y utilizando los datos previamente calculados estimamos que el WACC (K_0) asciende a 8,38%.

El desarrollo del análisis es el siguiente:

$$K_0 = K_p \frac{P}{V} + K_b(1 - t_c) \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 11,45\% * 0,5874 + 5,025\% * (1 - 0,2) * 0,4126$$

$$K_0 = 8,38\%$$

VII. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

Para la valoración por múltiplos las empresas escogidas fueron Besalco, Socovesa y Paz, de las cuales se extraerán los datos necesarios desde sus estados financieros y el precio de sus acciones a Junio 2012 y Junio 2013, desde la Bolsa de Comercio de Santiago.

En las tablas 36, 37, 38 y 39 se presenta la información requerida para calcular los múltiplos de Salfacorp y la industria.

Cuadro N° 17. Datos Salfacorp

			UF	
	jun-12	jun-13	jun-12	jun-13
Precio acción (CLP)	1.036,80	652,570	0,05	0,029
Utilidad por acción	18,369	24,413	0,001	0,001
Utilidad	8.038.202.000	10.683.250.000	355.243	467.484
Cantidad de acciones	437.596.866	437.597.321		
Patrimonio Económico	453.700.430.669	285.562.883.765	20.050.966	12.495.821
Deuda Financiera	395.494.063.000	442.236.129.000	17.478.577	19.351.618
Efectivo	19.886.470.000	24.978.902.000	878.868	1.093.041
Ingresos	471.603.660.000	480.528.041.000	20.842.187	21.027.217
EBIT	20.431.815.000	18.939.889.000	902.969	828.782
Depreciación and Amortización	5.930.731.000	7.829.111.000	262.104	342.591
EBITDA	26.362.546.000	26.769.000.000	1.165.074	1.171.373
Valor Libro del Patrimonio	278.060.670.000	312.072.692.000	12.288.693	13.655.853
Valor Libro de la Deuda	395.494.063.000	442.236.129.000	17.478.577	19.351.618
Valor de la empresa con Deuda	849.194.493.669	727.799.012.765	37.529.544	31.847.439
Enterprise Value	829.308.023.669	702.820.110.765	36.650.675	30.754.398

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N° 18. Datos Besalco

	\$		UF	
	jun-12	jun-13	jun-12	jun-13
Precio acción (CLP)	890,00	727,470	0,04	0,032
Utilidad por acción	18,499	9,940	0,001	0,000
Utilidad	10.583.285.000	5.686.729.000	467.721	248.843
Cantidad de acciones	572.111.164	572.111.164		
Patrimonio Económico	509.178.935.960	416.193.708.475	22.502.799	18.212.039
Deuda Financiera	145.489.464.000	166.502.812.000	6.429.803	7.285.924
Efectivo	16.856.585.000	10.916.641.000	744.965	477.697
Ingresos	197.284.269.000	168.598.384.000	8.718.837	7.377.623
EBIT	14.962.649.000	8.935.855.000	661.264	391.020
Depreciación and Amortización	10.346.631.000	11.945.345.000	457.262	522.711
EBITDA	25.309.280.000	20.881.200.000	1.118.526	913.731
Valor Libro del Patrimonio	170.191.387.000	185.031.164.000	7.521.487	8.096.698
Valor Libro de la Deuda	145.489.464.000	166.502.812.000	6.429.803	7.285.924
Valor de la empresa con Deuda	654.668.399.960	582.696.520.475	28.932.602	25.497.962
Enterprise Value	637.811.814.960	571.779.879.475	28.187.637	25.020.266

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N° 19. Datos Socovesa

	\$		UF	
	jun-12	jun-13	jun-12	jun-13
Precio acción (CLP)	217,00	179,520	0,01	0,008
Utilidad por acción	- 4,503	- 1,633	- 0,000	- 0,000
Utilidad	-5.511.859.000	-1.998.538.000	-243.593	-87.453
Cantidad de acciones	1.223.935.691	1.223.935.691		
Patrimonio Económico	265.594.044.947	219.720.935.248	11.737.739	9.614.672
Deuda Financiera	352.061.219.000	436.195.632.000	15.559.094	19.087.294
Efectivo	11.506.836.000	5.280.818.000	508.536	231.081
Ingresos	109.766.939.000	102.352.104.000	4.851.071	4.478.781
EBIT	518.995.000	6.076.304.000	22.937	265.890
Depreciación and Amortización	1.240.483.000	919.774.000	54.822	40.248
EBITDA	1.759.478.000	6.996.078.000	77.759	306.138
Valor Libro del Patrimonio	215.420.723.000	225.708.077.000	9.520.365	9.876.661
Valor Libro de la Deuda	352.061.219.000	436.195.632.000	15.559.094	19.087.294
Valor de la empresa con Deuda	617.655.263.947	655.916.567.248	27.296.833	28.701.966
Enterprise Value	606.148.427.947	650.635.749.248	26.788.296	28.470.885

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N° 20. Datos Paz

	\$		UF	
	jun-12	jun-13	jun-12	jun-13
Precio acción (CLP)	249,00	277,590	0,01	0,012
Utilidad por acción	- 3,327	16,828	- 0,000	0,001
Utilidad	-936.875.000	4.741.805.000	-41.405	207.495
Cantidad de acciones	281.619.203	281.772.369		
Patrimonio Económico	70.123.181.547	78.217.191.911	3.099.044	3.422.672
Deuda Financiera	122.958.002.000	101.020.497.000	5.434.041	4.420.512
Efectivo	15.299.152.000	15.695.373.000	676.135	686.807
Ingresos	38.229.832.000	44.020.749.000	1.689.540	1.926.285
EBIT	1.464.049.000	4.155.629.000	64.703	181.844
Depreciación and Amortización	819.951.000	715.371.000	36.237	31.304
EBITDA	2.284.000.000	4.871.000.000	100.940	213.148
Valor Libro del Patrimonio	78.726.909.000	85.852.641.000	3.479.279	3.756.788
Valor Libro de la Deuda	122.958.002.000	101.020.497.000	5.434.041	4.420.512
Valor de la empresa con Deuda	193.081.183.547	179.237.688.911	8.533.085	7.843.184
Enterprise Value	177.782.031.547	163.542.315.911	7.856.950	7.156.377

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenidos los datos necesarios procedemos a calcular los múltiplos para cada empresa, los resultados son los siguientes:

Cuadro N° 21. Múltiplos Salfacorp

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	jun-12	jun-13	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	56,44	26,73	41,59
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	31,46	26,26	28,86
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	40,59	37,11	38,85
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,63	0,92	1,27
	VALUE TO BOOK RATIO	1,26	0,96	1,11
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,96	0,59	0,78
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,76	1,46	1,61

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N° 22. Múltiplos Besalco

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	jun-12	jun-13	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	48,11	73,19	60,65
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	25,20	27,38	26,29
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	42,63	63,99	53,31
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,99	2,25	2,62
	VALUE TO BOOK RATIO	2,07	1,66	1,87
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,58	2,47	2,52
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,23	3,39	3,31

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N° 23. Múltiplos Socovesa

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	jun-12	jun-13	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	- 48,19	- 109,94	- 79,06
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	344,50	93,00	218,75
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	732,34	105,82	419,08
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,23	0,97	1,10
	VALUE TO BOOK RATIO	1,09	0,99	1,04
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,42	2,15	2,28
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	5,52	6,36	5,94

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N° 24. Múltiplos Paz

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	jun-12	jun-13	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	- 74,85	16,50	- 29,18
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	77,84	33,57	55,71
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	121,43	39,35	80,39
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,89	0,91	0,90
	VALUE TO BOOK RATIO	0,96	0,96	0,96
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,83	1,78	1,81
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	4,65	3,72	4,19

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados para los múltiplos de la industria son los siguientes:

Cuadro N° 25. Industria

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012			2013			Industria
		Besalco	Socovesa	Paz	Besalco	Socovesa	Paz	
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	48,11	- 48,19	- 74,85	73,19	- 109,94	16,50	45,93
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	25,20	344,50	77,84	27,38	93,00	33,57	28,72
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	42,63	732,34	121,43	63,99	105,82	39,35	48,65
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,99	1,23	0,89	2,25	0,97	0,91	1,54
	VALUE TO BOOK RATIO	2,07	1,09	0,96	1,66	0,99	0,96	1,29
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,58	2,42	1,83	2,47	2,15	1,78	2,20
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,23	5,52	4,65	3,39	6,36	3,72	3,75

Fuente: Elaboración propia.

Observación N°1: Para los múltiplos de ganancias no fueron considerados los resultados de Socovesa (2012-2013) y Paz (2012) por tener resultados negativos.

Observación N°2: Para el múltiplo de ingresos (ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)) se excluyó Socovesa dados sus bajos ingresos.

Finalmente se procede a valorar Salfacorp S.A. en base a los múltiplos de la industria:

Cuadro N° 26. Valoración por Múltiplos Salfacorp

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Patrimonio económico (UF)	Valor empresa (UF)	Precio de la acción (UF)	Precio de la acción (\$)
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	21.472.100	39.730.676	0,049	1.121,339
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	15.382.443	33.641.020	0,035	803,318
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	22.066.791	40.325.367	0,050	1.152,395
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	21.051.132	32.453.912	0,048	1.099,354
	VALUE TO BOOK RATIO	23.157.948	41.416.524	0,053	1.209,379
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	46.354.163	64.612.739	0,106	2.420,756
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	60.539.854	78.798.430	0,138	3.161,576

Fuente: Elaboración propia.

Dado que la industria de la construcción es muy pro cíclica en relación al comportamiento de la economía, los ratios recomendados para la valoración a través de esta metodología son los múltiplos de ganancias, en desmedro de los múltiplos de valor libro y de ingresos que presentan una mayor sensibilidad.

Tal como se puede apreciar en la Tabla precedente, el precio estimado a través de esta metodología se ubica en un rango entre CLP \$803 y CLP \$1.152, con un promedio simple de CLP \$1.026.

VIII. CONCLUSIONES

Salfacorp S.A. es una compañía que registra sus orígenes de constitución en Chile el año 1929, y a lo largo de su trayectoria hasta la presente fecha se ha dedicado a los negocios de Ingeniería y Construcción, y al negocio Inmobiliario.

Se ha realizado la valoración de esta Compañía al 30 de Junio 2013, a partir del cual se ha estimado el valor de su Patrimonio económico y el precio de su acción a dicha fecha, a través de la utilización de dos metodologías de valoración: Flujos de caja descontados y Múltiplos, las cuales constituyen metodologías de amplia data, utilización y reconocimiento en la comunidad financiera local e internacional.

En el presente trabajo se ha descrito la Valoración a través de Múltiplos, mientras que los detalles de la Valoración a través de Flujos de caja descontados pueden encontrarse en el documento Actividad Formativa Equivalente: Valoración de Salfacorp S.A. a través de Flujos de caja descontados a Junio 2013, elaborado en Agosto 2014.

Las Conclusiones aquí descritas consideran los resultados de ambos trabajos de manera de entregar al lector una visión más completa del trabajo de Valoración desarrollado.

- Metodología de Flujos de caja descontados: se utilizó la Información financiera histórica de la Compañía desde el período 2009 a Junio 2013, así como la información publicada por Instituciones de reconocido prestigio, que han resultado relevantes para el análisis. Los flujos de caja libre de la Compañía fueron proyectados para los períodos Diciembre 2013 hasta Diciembre 2017, y posteriormente se estimó su valor terminal como una perpetuidad del flujo de caja libre estimado en el último periodo proyectado sin considerar oportunidades de crecimiento. Estos flujos de caja libre estimados se descontaron a valor presente a través de una Tasa de costo de capital (WACC) estimada de 8,38%.
- Metodología de Múltiplos: se utilizó la información histórica de la Compañía y de sus Empresas comparables (Besalco, Socovesa y Paz) para los períodos Junio 2012 y Junio 2013, asignando prioridad a los Múltiplos de Ganancia.

Resultados

Como resultado de la Valoración a través de Flujos de caja descontados se ha estimado un Valor del Patrimonio económico de la Compañía de CLP \$132.465 millones, y un precio de la acción de CLP \$303.

Adicionalmente, se ha realizado un análisis de sensibilidad del precio de la acción ante variaciones en: la tasa de crecimiento de los Ingresos operacionales (desde -2,00% a +2,00%) y de la tasa de Costo de Capital (desde 8,00% a 8,70%). Lo cual, permitió

apreciar el alto grado de sensibilidad en el precio ante el cambio de estas variables, registrándose un intervalo de precios entre CLP \$105 y CLP \$730.

La metodología de valoración a través de Múltiplos dio como resultado un precio de la acción que fluctúa entre CLP \$803 y CLP \$1.152, con un promedio simple de CLP \$1.026.

Finalmente se ha ponderado con igual peso los resultados obtenidos de ambas metodologías obteniéndose un precio de la acción de CLP \$664, muy similar al precio al que se transaba la acción al 30 de Junio 2013 de CLP \$653.

$$CLP \$303 * 0,5 + CLP \$1.026 * 0,5 = CLP \$664$$

IX. BIBLIOGRAFÍA

Libros, Tesis y Documentos de trabajo

Alvarado y Spolmann, Análisis de competencia del sector de la construcción chileno y sus procesos de licitaciones públicas de contratos de obras, Fiscalía Nacional Económica de Chile, 2009.

Damodaran Aswath, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Stern School of Business, 2006.

Fisher Irving, The theory of interest, as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it, New York: Macmillan, 1930.

Fuentes Christian, Desarrollo de un procedimiento para la acreditación de organismos de inspección técnica de obras bajo norma NCH2404, Universidad de Chile, 2007.

Maquieira Carlos, Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica, Editorial Andrés Bello, 3ª Edición, 2008.

Modigliani, F. and M. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, v48, 1958.

Internet

Banco Central de Chile, www.bcentral.cl

Bolsa de Comercio de Santiago, www.bolsadesantiago.com

Cámara Chilena de la Construcción, www.cchc.cl

ICR Compañía Clasificadora de Riesgo Ltda., <http://www.icrchile.cl/>

Salfacorp Ingeniería Construcción Inmobiliaria, www.salfacorp.com

Superintendencia de Valores y Seguros, www.svs.cl

X. ANEXOS

A. Detalle de Bonos de Salfacorp S.A. vigentes al 30 de Junio 2013

Bono Serie B

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie B
Nemotécnico	BSALF-B
Fecha de Emisión	30-11-2008
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	31-05-2029
Tipo de Bono	Bullet los dos primeros años y luego amortiza linealmente hasta el vencimiento.
Tasa Cupón (k_d)	4,00% Anual - 1,9804% Semestral
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42 Pagos
Tabla de Pagos	Ver Tabla de pagos más abajo
Periodo de Gracia	Período de Gracias de 60 días.
Motivo de la Emisión	Los fondos se destinarán al refinanciamiento de pasivos del Emisor y/o de sus filiales.
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: BBB+ (Outlook positivo) ICR Chile: A- (Outlook estable)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4.32% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Precio de venta el día de la emisión.	95.88% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Valor de Mercado	Ver tabla a continuación (Fuente BCS)

Inicio		30/06/2013	
Fecha	19/06/2013	Fecha	11/04/2013
Tasa Colocación inicial	4.319%	Tasa Colocación actual	4.527%
Precio Colocación Inicial	95.88%	Precio Colocación actual	95.52%
Valor de mercado inicial	21,911,139,996	Valor de mercado actual	18,382,205,260
Relación Par	Bajo la par	Relación Par	Bajo la par
		Valor UF	22852.67

Tabla de Pagos Bono Serie B

N°	Fecha de pago	Capital Vigente	Intereses	Amortización	Pago
----	---------------	-----------------	-----------	--------------	------

1	30/11/2008	1,000,000	19,804	-	19,804
2	31/05/2009	1,000,000	19,804	-	19,804
3	30/11/2009	1,000,000	19,804	-	19,804
4	31/05/2010	1,000,000	19,804	-	19,804
5	30/11/2010	1,000,000	19,804	26,316	46,120
6	31/05/2011	973,684	19,283	26,316	45,599
7	30/11/2011	947,368	18,762	26,316	45,077
8	31/05/2012	921,053	18,241	26,316	44,556
9	30/11/2012	894,737	17,719	26,316	44,035
10	31/05/2013	868,421	17,198	26,316	43,514
11	30/11/2013	842,105	16,677	26,316	42,993
12	31/05/2014	815,789	16,156	26,316	42,472
13	30/11/2014	789,474	15,635	26,316	41,951
14	31/05/2015	763,158	15,114	26,316	41,429
15	30/11/2015	736,842	14,592	26,316	40,908
16	31/05/2016	710,526	14,071	26,316	40,387
17	30/11/2016	684,210	13,550	26,316	39,866
18	31/05/2017	657,895	13,029	26,316	39,345
19	30/11/2017	631,579	12,508	26,316	38,824
20	31/05/2018	605,263	11,987	26,316	38,302
21	30/11/2018	578,947	11,465	26,316	37,781
22	31/05/2019	552,631	10,944	26,316	37,260
23	30/11/2019	526,316	10,423	26,316	36,739
24	31/05/2020	500,000	9,902	26,316	36,218
25	30/11/2020	473,684	9,381	26,316	35,697
26	31/05/2021	447,368	8,860	26,316	35,175
27	30/11/2021	421,052	8,339	26,316	34,654
28	31/05/2022	394,737	7,817	26,316	34,133
29	30/11/2022	368,421	7,296	26,316	33,612
30	31/05/2023	342,105	6,775	26,316	33,091
31	30/11/2023	315,789	6,254	26,316	32,570
32	31/05/2024	289,473	5,733	26,316	32,049
33	30/11/2024	263,158	5,212	26,316	31,527
34	31/05/2025	236,842	4,690	26,316	31,006
35	30/11/2025	210,526	4,169	26,316	30,485
36	31/05/2026	184,210	3,648	26,316	29,964
37	30/11/2026	157,894	3,127	26,316	29,443
38	31/05/2027	131,579	2,606	26,316	28,922
39	30/11/2027	105,263	2,085	26,316	28,400
40	31/05/2028	78,947	1,563	26,316	27,879
41	30/11/2028	52,631	1,042	26,316	27,358
42	31/05/2029	26,315	521	26,316	26,837

Bono Serie C

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie C
Nemotécnico	BSALF-C
Fecha de Emisión	01-03-2010
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-09-2014
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,90%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10 Pagos
Tabla de Pagos	Ver Tabla de pagos más abajo
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia.
Motivo de la Emisión	Los fondos se destinarán al refinanciamiento de pasivos del Emisor y/o de sus filiales.
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: BBB+ ICR Chile: A-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	6,226% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Precio de venta el día de la emisión.	98,74% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Valor de Mercado	Ver tabla a continuación (Fuente BCS)

Inicio		30/06/2013
Fecha	01/10/2009	Fecha transacción más reciente 28/06/2013
Tasa Colocación inicial	3.852%	Tasa Colocación actual 6.226%
Precio Colocación Inicial	100.53%	Precio Colocación actual 98.740%
Valor de mercado inicial	20,942,077,851	Valor de mercado actual 22,564,726,358
Relación Par	Sobre la par	Relación Par Bajo la par
		Valor UF 22852.67

Tabla de Pagos Bono Serie C

N°	Fecha de pago	Capital Vigente	Intereses	Amortización	Pago
1	01/03/2010	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
2	01/09/2010	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
3	01/03/2011	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
4	01/09/2011	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
5	01/03/2012	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
6	01/09/2012	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
7	01/03/2013	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
8	01/09/2013	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
9	01/03/2014	1,000,000	19,313.00	-	19,313.00
10	01/09/2014	1,000,000	19,313.00	1,000,000	1,019,313.00

Bono Serie F

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie F
Nemotécnico	BSALF-F
Fecha de Emisión	15-10-2010
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-10-2015
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,25%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10 Pagos
Tabla de Pagos	Ver Tabla de pagos más abajo
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia.
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: BBB+ (Tendencia Estable) ICR Chile: A- (Tendencia Estable)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,631% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Precio de venta el día de la emisión.	95,72% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Valor de Mercado	Ver tabla a continuación (Fuente BCS)

Inicio		30/06/2013	
Fecha	09/09/2010	Fecha transacción más reciente	26/06/2013
Tasa Colocación inicial	3.550%	Tasa Colocación actual	5.631%
Precio Colocación Inicial	98.65%	Precio Colocación actual	95.72%
Valor de mercado inicial	21,066,648,310	Valor de mercado actual	21,874,575,724
Relación Par	Bajo la par	Relación Par	Bajo la par
		Valor UF	22852.67

Tabla de Pagos Bono Serie F

N°	Fecha de pago	Capital Vigente	Intereses	Amortización	Pago
1	15/04/2011	1,000,000	16,120	-	16,120
2	15/10/2011	1,000,000	16,120	-	16,120
3	15/04/2012	1,000,000	16,120	-	16,120
4	15/10/2012	1,000,000	16,120	-	16,120
5	15/04/2013	1,000,000	16,120	-	16,120
6	15/10/2013	1,000,000	16,120	-	16,120
7	15/04/2014	1,000,000	16,120	-	16,120
8	15/10/2014	1,000,000	16,120	-	16,120
9	15/04/2015	1,000,000	16,120	-	16,120
10	15/10/2015	1,000,000	16,120	1,000,000	1,016,120

Bono Serie G

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie G
Nemotécnico	BSALF-G
Fecha de Emisión	15-10-2010
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-10-2031
Tipo de Bono	Amortización Lineal a partir de la Quinta cuota
Tasa Cupón (k _d)	4,00%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42 Pagos
Tabla de Pagos	Ver Tabla de pagos más abajo
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia.
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: BBB+ (Tendencia estable) ICR Chile: A- (Tendencia estable)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _b)	4,048% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Precio de venta el día de la emisión.	99,56% Fuente Bolsa de Comercio Stgo. (BCS)
Valor de Mercado	Ver tabla a continuación (Fuente BCS)

Inicio		30/06/2013	
Fecha	09/09/2010	Fecha transacción más reciente	25/06/2013
Tasa Colocación inicial	4.048%	Tasa Colocación actual	5.025%
Precio Colocación Inicial	99.56%	Precio Colocación actual	91.35%
Valor de mercado inicial	21,260,978,264	Valor de mercado actual	20,326,547,666
Relación Par	Bajo la par	Relación Par	Bajo la par
		Valor UF	22852.67

Tabla de Pagos Bono Serie G

N°	Fecha de pago	Capital Vigente	Intereses	Amortización	Pago
1	15/04/2011	1,000,000	19,804	-	19,804
2	15/10/2011	1,000,000	19,804	-	19,804
3	15/04/2012	1,000,000	19,804	-	19,804
4	15/10/2012	1,000,000	19,804	-	19,804
5	15/04/2013	1,000,000	19,804	26,316	46,120
6	15/10/2013	973,684	19,283	26,316	45,599
7	15/04/2014	947,368	18,762	26,316	45,077
8	15/10/2014	921,053	18,241	26,316	44,556
9	15/04/2015	894,737	17,719	26,316	44,035
10	15/10/2015	868,421	17,198	26,316	43,514
11	15/04/2016	842,105	16,677	26,316	42,993
12	15/10/2016	815,789	16,156	26,316	42,472
13	15/04/2017	789,474	15,635	26,316	41,951
14	15/10/2017	763,158	15,114	26,316	41,429
15	15/04/2018	736,842	14,592	26,316	40,908
16	15/10/2018	710,526	14,071	26,316	40,387
17	15/04/2019	684,210	13,550	26,316	39,866
18	15/10/2019	657,895	13,029	26,316	39,345
19	15/04/2020	631,579	12,508	26,316	38,824
20	15/10/2020	605,263	11,987	26,316	38,302
21	15/04/2021	578,947	11,465	26,316	37,781
22	15/10/2021	552,631	10,944	26,316	37,260
23	15/04/2022	526,316	10,423	26,316	36,739
24	15/10/2022	500,000	9,902	26,316	36,218
25	15/04/2023	473,684	9,381	26,316	35,697
26	15/10/2023	447,368	8,860	26,316	35,175
27	15/04/2024	421,052	8,339	26,316	34,654
28	15/10/2024	394,737	7,817	26,316	34,133
29	15/04/2025	368,421	7,296	26,316	33,612
30	15/10/2025	342,105	6,775	26,316	33,091
31	15/04/2026	315,789	6,254	26,316	32,570
32	15/10/2026	289,473	5,733	26,316	32,049
33	15/04/2027	263,158	5,212	26,316	31,527
34	15/10/2027	236,842	4,690	26,316	31,006
35	15/04/2028	210,526	4,169	26,316	30,485
36	15/10/2028	184,210	3,648	26,316	29,964
37	15/04/2029	157,894	3,127	26,316	29,443
38	15/10/2029	131,579	2,606	26,316	28,922
39	15/04/2030	105,263	2,085	26,316	28,400
40	15/10/2030	78,947	1,563	26,316	27,879
41	15/04/2031	52,631	1,042	26,316	27,358
42	15/10/2031	26,315	521	26,316	26,837

B. Resultados de los retornos de la acción de Salfacorp con respecto a la variable explicativa de retorno del IGPA

Resultados a Junio 2009:

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,70662029
Coefficiente de determinación R ²	0,49931224
R ² ajustado	0,49440353
Error típico	0,04915618
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,2457886	0,2457886	101,719778	5,2627E-17
Residuos	102	0,24646571	0,00241633		
Total	103	0,4922543			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,00128117	0,00482018	-0,26579404	0,79093432	-0,01084197	0,00827962	-0,01084197	0,00827962
Variable X 1	1,42126762	0,14092017	10,0856223	5,2627E-17	1,14175314	1,7007821	1,14175314	1,7007821

Resultado a Junio 2010

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,69844235
Coefficiente de determinación R ²	0,48782171
R ² ajustado	0,48280036
Error típico	0,04273357
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,17741018	0,17741018	97,1494027	1,6929E-16
Residuos	102	0,18626814	0,00182616		
Total	103	0,36367832			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,00055041	0,004204	0,13092616	0,8960916	-0,00778821	0,00888904	-0,00778821	0,00888904
Variable X 1	1,34165535	0,13611967	9,85643966	1,6929E-16	1,07166263	1,61164807	1,07166263	1,61164807

Resultado a Junio 2011

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,47515178
Coefficiente de determinación R ²	0,22576921
R ² ajustado	0,21817872
Error típico	0,03484901
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,0361223	0,0361223	29,7436634	3,458E-07
Residuos	102	0,12387426	0,00121445		
Total	103	0,15999656			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,00339211	0,00351887	0,96397861	0,33733652	-0,00358754	0,01037177	-0,00358754	0,01037177
Variable X 1	1,18010288	0,21638275	5,45377515	3,458E-07	0,75090872	1,60929703	0,75090872	1,60929703

Resultado a Junio 2012

Resumen									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de correlación múltiple	0,67102805								
Coefficiente de determinación R ²	0,45027864								
R ² ajustado	0,44494154								
Error típico	0,03524885								
Observaciones	105								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F				
Regresión	1	0,10482524	0,10482524	84,3676522	4,788E-15				
Residuos	103	0,12797559	0,00124248						
Total	104	0,23280083							
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%	
Intercepción	-0,00273685	0,00344341	-0,79480746	0,42855314	-0,00956604	0,00409234	-0,00956604	0,00409234	
Variable X 1	1,48981871	0,16219798	9,18518656	4,788E-15	1,16813727	1,81150015	1,16813727	1,81150015	

Resultado a Junio 2013

Resumen								
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple	0,61427968							
Coefficiente de determinación R ²	0,37733952							
R ² ajustado	0,37129428							
Error típico	0,04121219							
Observaciones	105							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media cuadrada	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	0,10601554	0,10601554	62,4192031	3,1876E-12			
Residuos	103	0,17493976	0,00169844					
Total	104	0,2809553						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,00773288	0,00402765	-1,9199512	0,05763045	-0,01572077	0,000255	-0,01572077	0,000255
Variable X 1	1,60862856	0,20360886	7,90058245	3,1876E-12	1,20481841	2,0124387	1,20481841	2,0124387