



VALORACIÓN DE PAZ CORP S.A.

Mediante Método de Flujo De Caja Descontado

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

Alumno: Jorge de la Cerda Valdivia
Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales

Santiago, Mayo 2016

Contenido

1. Resumen Ejecutivo	3
2. Metodología	5
Principales Métodos de Valoración.....	5
a. Modelo de Descuento de Dividendos.....	5
b. Método de Flujos de Caja Descontados	6
c. Método de Múltiplos	9
3. Descripción de la empresa e industria.....	11
Paz Corp S.A.	13
Empresas Competidoras	19
SalfaCorp S.A.....	19
Besalco S.A.....	21
Socovesa S.A.:.....	22
4. Financiamiento de la empresa.....	24
5. Estructura de capital	24
6. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa.....	26
7. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	29
8. Proyección de los Estados de Resultados.....	31
9. Proyección de Flujos de Caja Libre.....	33
a. Flujo de caja bruto	33
b. Flujo de caja libre.....	34
10. Valoración de la Empresa y de su precio de acción.....	36
11. Conclusiones.....	38
Bibliografía	40
Anexos	41
Anexo 1: Balance y Estados de Resultados de la Compañía.....	41
Anexo 2: Encuesta de Expectativas Económicas.....	44
Anexo 3: Gráfico de Ventas Paz Corp S.A y PIB.....	45
Anexo 4: Ventas y stock nacional de viviendas (variación anual)	46
Anexo 5: Ventas y stock de viviendas en Santiago (variación anual)	47

1. Resumen Ejecutivo

En el presente informe se desarrollará un análisis de la empresa Paz Corp S.A., empresa dedicada al sector construcción e inmobiliario.

La compañía desarrolla su negocio con el propósito de generar valor en el tiempo, de manera que esto implique beneficios para sus propietarios, por consiguiente, debe desempeñarse de manera eficiente para competir en un sector con diversos actores, sensible a los ciclos económicos, y fundamental en el desarrollo del país.

El objetivo del presente informe será desarrollar una valoración de la empresa, para así determinar el valor del precio de la acción de Paz Corp S.A. a través del método de flujo de caja descontado al 30 de Septiembre de 2015.

Para el desarrollo se realiza una descripción de la empresa, de sus principales características y del negocio que desarrolla, así como también se analiza la industria y sus principales competidores.

Para la elaboración se utiliza la información contenida en los Estados Financieros de 2011 a septiembre de 2015 y considerando esta, como un recurso fundamental para el estudio de las características financieras y por consiguiente el desarrollo de supuestos determinantes en la proyección de las cifras de la compañía, de esta manera podremos conocer e interiorizarnos en la empresa, en la dirección que le dan sus propietarios y la manera en que se desempeña en la industria y cómo compite fuertemente con importantes empresas.

Con esta información, se realizará el análisis en base al método de flujo de caja descontado, el cual implicará el cálculo de una serie de valores y parámetros que permitirán determinar las distintas variables necesarias, como estructura de capital objetivo, tasa de costo de capital, entre otros. Estos factores serán relevantes para descontar los flujos de la proyección realizada en base a los supuestos establecidos.

El resultado de la valoración es un precio de la acción de la compañía Paz Corp S.A. de \$286,7, el cual si lo comparamos con el precio de mercado de la fecha de valoración de \$318, implica una diferencia del 9,8%; considerando esto un valor razonable, ya que el desarrollo de la determinación del precio implica determinar importantes de supuestos que pueden divergir de la realidad, más aún, considerando la gran cantidad de factores económicos que se relacionan con el sector inmobiliario y construcción y las expectativas que existan respecto del desempeño futuro de este sector.

El precio obtenido refleja una sobrevaloración de la compañía por parte del mercado y considerando este análisis, sería un elemento importante para tomar la decisión de vender la acción.

2. Metodología

Principales Métodos de Valoración

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

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

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

Se centrará en adelante el método de flujos de caja descontados, este es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

a. Modelo de Descuento de Dividendos

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

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de

Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{ValordelaAcción} = \frac{DPA}{K_p}$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

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

$$\text{ValordelaAcción} = \frac{DPA_1}{K_p - g}$$

Donde DPA1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

b. Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier

otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.

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

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

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

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea

compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

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

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

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

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

prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

c. Método de Múltiplos

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

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

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

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

3. Descripción de la empresa e industria

La construcción es uno de los sectores de mayor relevancia en la economía chilena, que ha representado un promedio de 7% del Producto Interno Bruto (PIB) durante los últimos años.

El sector construcción se caracteriza por ser pro-cíclico; esto es, su producto es más sensible a períodos de expansión y contracción de la economía, siendo las variables más relevantes las expectativas económicas (tasas de interés, tasas de desempleo, inflación, etc.) y las condiciones de financiamiento. La industria se compone principalmente de dos áreas: Ingeniería y Construcción, y Desarrollo Inmobiliario. El área de Ingeniería y Construcción abarca la inversión en infraestructura pública y privada del país, a través de obras civiles, montaje industrial y concesiones. En tanto, el área de Desarrollo Inmobiliario considera la inversión en vivienda pública y privada.

Inversión del Sector Construcción: Las últimas estimaciones de la Corporación de Bienes de Capital indican que la inversión total esperada en proyectos de inversión para el próximo quinquenio (2015-2019) asciende a US\$ 80.513 millones, de los cuales un 32% sería de origen público y 68% de origen privado. El dinamismo de esta inversión estimada continúa centrado en los sectores de Energía y Minería, que explican en conjunto cerca de un 50% de la inversión total para el quinquenio, seguido por los sectores de Obras Públicas e Inmobiliario.

Desarrollo Inmobiliario: El desarrollo inmobiliario se caracteriza básicamente por la toma de posición en terrenos adecuados para desarrollar proyectos inmobiliarios de viviendas, ya sea casas o departamentos. El proceso del negocio contempla el estudio del mercado inmobiliario, la elección de los terrenos, su financiamiento y adquisición, el diseño de arquitectura y urbanismo, la administración del contrato de construcción, así como la comercialización, venta y servicio de postventa. De acuerdo al segmento socioeconómico al cual se dirige la oferta inmobiliaria, el mercado inmobiliario se segmenta en tres grandes grupos: viviendas de menos de UF 900 (estratos D y E), entre UF 900 y UF 3.700 (estratos C2 y C3) y sobre UF 3.700 (estrato ABC1). En Chile, el mercado inmobiliario se caracteriza por ser muy atomizado, con la participación de una gran cantidad de actores que atienden a los distintos nichos, ya sea en

términos de sectores socioeconómicos o zona geográfica. Entre los principales actores de esta área se encuentran Socovesa, Paz, Manquehue, Brottec – Icafal, Enaco, Fernandez Wood, Guzmán Larraín, Imagina, Siena, Los Silos, Pocuro, PY, Simonetti y entre otros.

Oferta y Demanda Inmobiliario: En términos de oferta y demanda inmobiliaria, según la última información que reportó la Cámara Chilena de la Construcción la venta de viviendas en el Gran Santiago el cuarto trimestre de 2015 registró un crecimiento anual de 27% respecto del cuarto trimestre de 2014. Esto significa que durante ese período se comercializaron 43.994 unidades, correspondientes a 9.369 casas y 34.625 departamentos. Con ello, el stock de viviendas en el Gran Santiago llegó en el mes de diciembre de 2015 a un promedio de 46.171 unidades disponibles para la venta - con una composición de 7.323 de casas y 38.848 de departamentos. Los meses para agotar stock al mes de diciembre llegaron a 12,1 ubicándose por debajo del promedio histórico de los últimos años. La venta de viviendas en Santiago/Región Metropolitana aumentó 40,3% durante el cuarto trimestre 2015 en comparación con igual período de 2014. Este resultado se explica por una significativa mayor venta de departamentos de 57,6% y una caída de 5,8% en la comercialización de casas. Es así que en el periodo octubre-diciembre de 2015 se comercializaron 10.030 departamentos y 2.243 casas, 3.528 unidades más respecto de igual periodo de 2014. Cabe destacar que durante el año 2015, la demanda de viviendas estuvo motivada por el anuncio del cobro del IVA a la venta de inmuebles que se implementó a partir del año 2016. Lo anterior generó una anticipación de la demanda de viviendas y en consecuencia el mayor registro de ventas de los últimos años.

Paz Corp S.A.

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 innovación y calidad. Durante estas cuatro décadas han 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, compra y financiamiento de terrenos; la arquitectura y gestión inmobiliaria; la construcción y líneas de créditos asociadas al desarrollo; la comercialización y el servicio de post venta.

Su gestión le ha permitido posicionarse como una de las principales firmas del rubro en los distintos mercados donde opera.

Paz Corp S.A. cuenta con un plan de negocios a largo plazo que busca crear valor económico para sus accionistas y asegurar estabilidad en los flujos, en una industria naturalmente cíclica. Su estrategia de desarrollo está enfocada en el conocimiento profundo de las necesidades de sus clientes, el diseño y construcción de viviendas innovadoras de calidad y una alta eficiencia operacional.

En esta estrategia, la internacionalización ha sido una pieza clave en la diversificación de ingresos y riesgos, ofreciendo la posibilidad de aprovechar ciclos económicos diferenciados. La Compañía ha exportado con éxito el conocimiento conseguido en Chile a Perú y Brasil. Desde 2007 la Compañía opera en Perú a través de su filial Paz Centenario, la que se ha transformado en un actor relevante del sector inmobiliario peruano. En 2010, ingresó al mercado brasileño, donde ha desarrollado proyectos en la ciudad de Sao Paulo, por medio de joint-ventures con socios locales.

Negocio Internacional

Debido al comportamiento dinámico y a las positivas expectativas de crecimiento que presenta la industria inmobiliaria en Sudamérica Paz Corp S.A. decidió entrar en el negocio a nivel internacional. Éste es considerado uno de los sectores económicos con mayor dinamismo producto del sostenido aumento del ingreso per cápita de la población, el creciente apoyo estatal por medio de subsidios a la demanda por vivienda y el incremento en el uso de activos inmobiliarios como inversión. A lo anterior se suma el progresivo acceso al financiamiento hipotecario por parte de los segmentos medios.

Pilares del Negocio

La empresa centra su operación bajo 5 pilares fundamentales que le han permitido obtener un destacado rendimiento en el mercado, estos pilares son:

Personas: La empresa está enfocada en potenciar la gestión del talento, de manera de formar, retener y atraer a los mejores profesionales y configurar así, un equipo de excelencia, comprometido y dirigido por ejecutivos con sólida capacidad de liderazgo.

Calidad: Es uno de los ejes centrales de la propuesta de valor. Paz busca ofrecer productos de primer nivel en cuanto a su arquitectura, diseño, terminaciones y servicio. Nos hemos volcado a escuchar a nuestros clientes y queremos adoptar su propia definición de calidad.

Estabilidad: La empresa busca un negocio estable, capaz de generar valor, independiente de los ciclos económicos. Por esta razón, la empresa ha diversificado los ingresos a través de la internacionalización de nuestras filiales en Perú y Brasil y operando con una estructura liviana y flexible, capaz de adaptarse con velocidad a los cambios de la industria.

Foco en el cliente: El cliente es fundamental, por lo que se busca conocerlo a fondo, estar al tanto de sus necesidades, sueños y preferencias. De esta manera es posible identificar las necesidades con calidad e innovación y brindarles la mejor asesoría en materia de vivienda. Para eso se busca ofrecer un producto de alto estándar y una experiencia de servicio única, percibida a lo largo de todo el ciclo de vida del cliente, desde que ingresa a nuestra sala de ventas a adquirir uno de nuestros proyectos, hasta que regresa para iniciar un nuevo proceso de compra.

Bajo costo y eficiencia: Se trabaja para conseguir los costos más bajos del mercado, innovando en los procesos, diversificando la cartera de proveedores, aplicando economías de escala, promoviendo el emprendimiento y destinando esfuerzos a conseguir estructuras livianas y flexibles. De esta manera se busca crear valor económico permanente en una industria naturalmente cíclica.

Políticas de Inversión y Financiamiento

La política de inversión y financiamiento de Paz Corp S.A. busca mantener un equilibrio entre los plazos de madurez de los negocios y la estructura de financiamiento que los sostiene, de manera de minimizar desequilibrios de flujos y costos de capital.

La Compañía define en su plan de negocios la inversión requerida y el financiamiento necesario para cumplir con la compra de terrenos y desarrollo de proyectos, procurando mantener una posición de caja conservadora que permita administrar la volatilidad que puedan presentar los mercados financieros en el corto plazo. El plan de inversión de cada proyecto, así como el financiamiento bancario necesario, es definido antes del comienzo del proyecto, asegurándose, de esta forma, de contar con la totalidad de la necesidad de financiamiento hasta su término.

El negocio inmobiliario y de construcción es intensivo en el uso de capital producto del tamaño de las inversiones y de los plazos involucrados para recuperar la inversión. Para mitigar este riesgo, es necesario tener un control riguroso sobre el ciclo de utilización y generación de

caja. La Compañía mantiene un control permanente del flujo de caja con un horizonte de corto, mediano y largo plazo a través de un detalle mensual y actualización de proyecciones trimestrales, con la finalidad de estimar las necesidades de caja futuras.

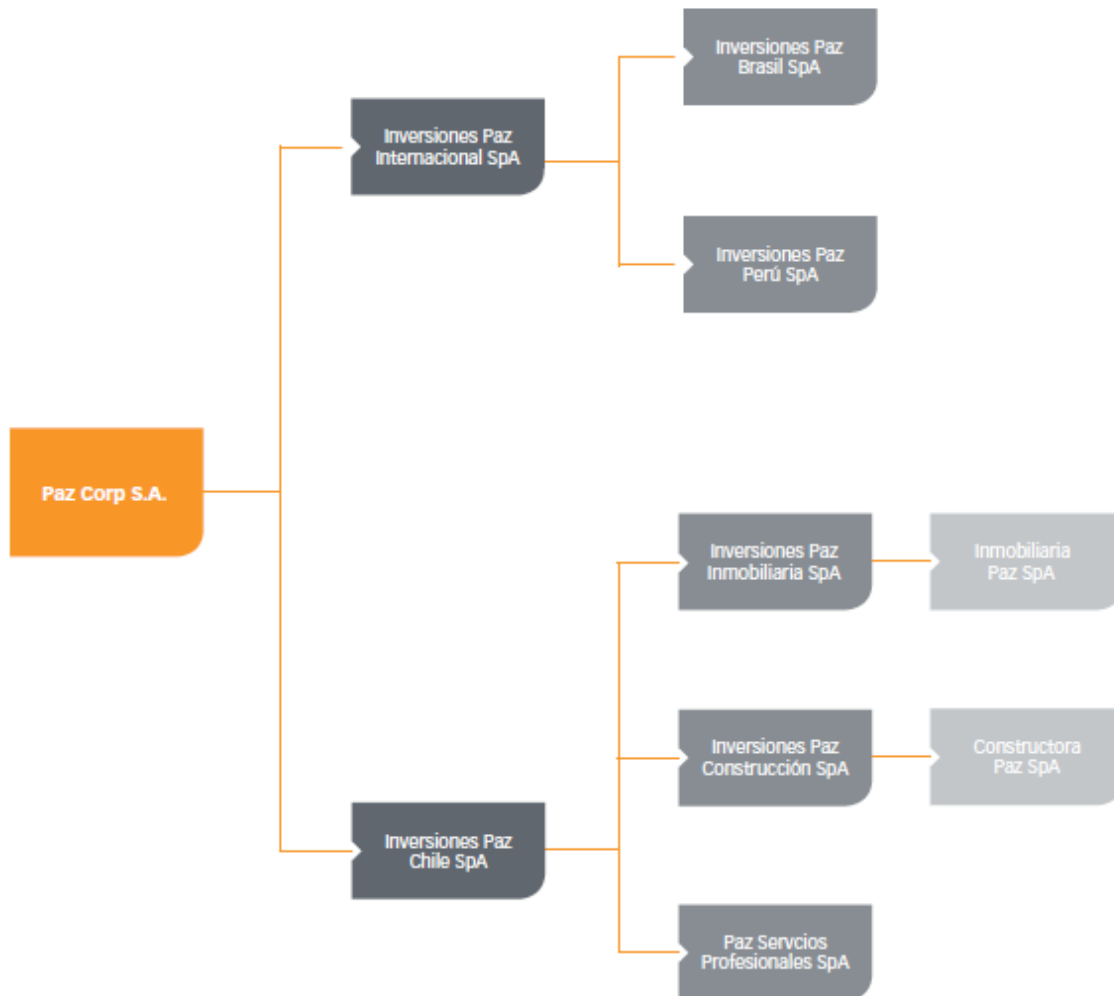
Estructura de la Propiedad

Paz Corp S.A. es controlada por un grupo de accionistas (el "Grupo Controlador"), que en conjunto posee 44,53% del total de las acciones suscritas y pagadas de la Sociedad.

Los principales accionistas de Paz Corp S.A. al 31 de diciembre de 2014 son los siguientes:

#	NOMBRE	Nº ACCIONES	PORCENTAJE
1	INVERSIONES GLOBUS LIMITADA	32.416.472	11,44%
2	INVERSIONES BRAKERS LIMITADA	31.063.544	10,96%
3	INVERSIONES B Y J LIMITADA	30.968.544	10,93%
4	INVERSIONES QUANTUM LIMITADA	30.968.544	10,93%
5	FONDO DE INVERSION LARRAIN VIAL BEAGLE	16.456.932	5,81%
6	INVERSIONES BT LIMITADA ⁽¹⁾	13.380.506	4,72%
7	EUROAMERICA C DE B S.A.	12.952.557	4,57%
8	BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	10.585.218	3,74%
9	COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	10.032.387	3,54%
10	SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	8.587.315	3,03%
11	ASESORIAS E INVERSIONES PUERTO ABIERTO LTDA.	7.749.398	2,73%
12	BOLSA ELECTRONICA DE CHILE BOLSA DE VALORES	7.072.207	2,50%
13	OTROS	71.135.579	25,10%
TOTAL		283.369.203	

La estructura de la compañía se representa en la siguiente gráfica.



La compañía genera relaciones importantes con sus proveedores, siendo los principales proveedores de Paz Corp S.A. y sus filiales en el año 2014 fueron: Aislantes Nacionales S.A., Cementos BíoBío S.A., Comercial K Limitada, Hormigones Bicentenario S.A., Importadora y Exportadora Teemway Chile Limitada, Melón Hormigones S.A., Metalúrgica Silcosil Limitada y Sodimac S.A.

Respecto a los clientes de Paz Corp S.A. el modelo de negocios de la Compañía implica una alta atomización de éstos. Dado lo anterior, para el año 2014, ningún cliente concentra individualmente al menos un 10% de los ingresos de Paz.

La compañía posee filiales en Perú y Brasil, las cuales son las siguientes:

Inversiones Paz Centenario S.A.: Sociedad presente en el mercado peruano, a través de las empresas Inversiones Paz Centenario S.A.A., sociedad en la cual participa en partes iguales con Inversiones Centenario y de la firma Villa Club S.A., sociedad integrada por Inversiones Paz Centenario S.A.A. con un 66,6% de participación y Global Investments Capital Assets Corporation de Ecuador, con un 33,3% de la propiedad.

La Compañía se dedica desde 2008 a proyectos inmobiliarios de vivienda vertical en los conos urbanos de Lima para la clase media. Posicionándose como una de las principales inmobiliarias del país. Villa Club S.A, en tanto, desde 2010 desarrolla proyectos de viviendas horizontales (casas) en Lima e Ica.

El poco dinamismo económico y las mayores exigencias de los bancos en Perú durante 2014, impacto en el ritmo de lanzamiento de nuevos proyectos, los cuales disminuyeron en Lima y Callao un 34% respecto del año 2013. Durante 2014 Paz Centenario y Villa Club entregaron a sus clientes 865 departamentos y 372 casas respectivamente.

Paz Realty: filial presente en Brasil desde el año 2010, la cual desarrolla proyectos de vivienda vertical en Sao Paulo, dirigidos a los grupos medios de la población.

En 2014, la compañía inició la entrega de su segundo proyecto en este mercado con una venta potencial de MUF 309; inicio la construcción de 300 unidades y lanzó a la venta un nuevo proyecto de 300 unidades, asimismo entregó 165 unidades a clientes, equivalentes a MUF 316.

Empresas Competidoras

La empresa se encuentra dentro de la industria inmobiliaria y sus principales competidores son los siguientes:

SalfaCorp S.A.

Es el mayor grupo empresarial del sector de la construcción en Chile, liderando el sector durante sus más de 85 años de historia.

La Compañía ha logrado esta posición gracias a su sólido modelo de negocios y que se basa en unidades de negocio independientes entre sí y diversificadas, que comprenden especialidades replicables en otros mercados, tal como se aprecia en la expansión internacional que ha llevado a cabo la Compañía. A lo anterior, se suma un experimentado equipo humano, profesionalismo y rigurosidad, una estrecha relación con sus clientes, una amplia gama de servicios para diferentes industrias y especialidades como para diferentes zonas geográficas. Cabe destacar que, a partir de 2015, SalfaCorp ha redefinido sus segmentos de operación en cuatro Unidades de Negocio: Ingeniería y Construcción (ICSA), Edificación (Novatec y Noval), Inmobiliaria Aconcagua (IACO) y Rentas y Desarrollo Inmobiliario (RDI). Así, a través de sus Unidades de Negocio, la Compañía abarca diversos segmentos de negocios. En el caso de la Unidad Ingeniería y Construcción, ésta desarrolla obras de montaje industrial, minería subterránea, perforación y tronadura, movimientos de tierra, obras civiles, mantención industrial y obras marítimas. En tanto, la Compañía tiene presencia internacional –a través de su filial de Ingeniería y Construcción– en los mercados de Perú, Colombia y Panamá. Por otro lado, la Unidad Edificación presta servicios de construcción de viviendas propias o en asociación con terceros como también desarrolla y comercializa proyectos inmobiliarios para viviendas sociales. Inmobiliaria Aconcagua es la Unidad que ejecuta y comercializa proyectos inmobiliarios, tanto propios como en asociación con terceros, con una amplia diversificación en términos geográficos, de productos y segmento socioeconómico. La Unidad Rentas y Desarrollo Inmobiliario administra un stock de terrenos que ascendía a aproximadamente 1.300 hectáreas diversificadas a lo largo del país. Asimismo, se estima que la participación de mercado de la

Compañía, considerando todos sus segmentos de negocios en Chile, se ha mantenido alrededor de 6%.

SalfaCorp S.A. desarrolla el negocio de Ingeniería y Construcción a través de su filial ICOSA, el cual tiene una importante diversificación en áreas de negocios y servicios ofrecidos, tipos de clientes e industrias, extensión de contratos, además de diversificación geográfica, lo que representa una fortaleza competitiva además de atenuar el riesgo operacional. De esta Unidad de Negocio, se desprenden diferentes empresas operativas, que se diferencian entre sí por las distintas especialidades constructivas que abordan el mercado de la construcción o por la zona geográfica donde desarrollan sus negocios:

Montaje Industrial: Abarca la ejecución de los contratos de montaje de equipamiento industrial. Este tipo de contratos se caracteriza por la gran cantidad de equipos y mano de obra especializada que debe aportar la empresa de montaje, siendo responsabilidad del cliente la provisión del diseño, ingeniería y equipamiento a montar.

Minería Subterránea y Túneles: con el fin de entregar a sus clientes un servicio integral, a partir de julio de 2008 SalfaCorp S.A. ingresó al negocio de construcción de túneles, principalmente relacionados con la explotación minera, que se potenció con la adquisición de Geovita S.A. durante 2011.

Movimiento de Tierra: abarca grandes movimientos de tierra a través de Fe Grande.

Perforación y Tronaduras: a través de filial Icem S.A., SalfaCorp ofrece el servicio de perforaciones y tronaduras.

Construcción: Comprende especialidades asociadas a obras de edificación pública y privada, principalmente de carácter no residencial:

Obras Civiles: comprende la ejecución de contratos de obras de edificación y obras civiles para fines comerciales o de servicios. Este tipo de contratos se caracteriza porque la empresa constructora provee tanto la mano de obra, materiales, subcontratos y equipos necesarios para ejecutar la obra diseñada y encomendada por el cliente. En esta línea de negocio, la compañía ha

desarrollado obras como hoteles, centros comerciales, supermercados, colegios, universidades, iglesias, estadios, entre otros.

Zona Austral: opera en la zona extrema del país ofreciendo diversos servicios asociados a la construcción mencionados anteriormente y adicionalmente cuenta con una pequeña línea de negocios de desarrollo inmobiliario y de edificación. La Compañía administra la zona como una región diferente al resto del país, dadas sus características distintivas en cuanto a sus condiciones de mercado, la logística de abastecimiento, y aspectos tributarios.

Besalco S.A.

Es una importante empresa del sector construcción e Inmobiliario de Chile. Es una empresa de servicios integrales de ingeniería y construcción que genera relaciones de valor agregado con accionistas, clientes, proveedores y colaboradores. La matriz del grupo es la sociedad holding Besalco S.A. la cual agrupa sus actividades en seis sociedades operativas principales sobre las cuales ejerce control; Besalco Construcciones S.A., Besalco Concesiones S.A., Besalco Maquinarias S.A., Besalco Inmobiliaria S.A., Besalco MD Montajes S.A. y su filial en Perú, Besco S.A., que destaca por su importante participación en el mercado inmobiliario.

Obras Civiles: La ejecución de contratos de obras civiles, considera tanto clientes públicos como privados, entre los que destacan, el Ministerio de Obras Públicas, Empresas de los Ferrocarriles del Estado (EFE), Metro de Santiago, entre otros. Esta área alcanzó ingresos durante el año 2015 por \$220.181 millones.

Maquinarias: Las actividades desarrolladas por esta área de negocio comprenden la prestación de servicios con maquinaria especializada en el transporte y operaciones de los sectores minero, forestal y obras civiles, entre otros. Dentro de las actividades que se realizan están el transporte y chancado de minerales de cobre, sales minerales, transporte de áridos y hormigón premezclado, cosecha de bosques, servicio de transporte de ripios y operaciones a botaderos. Esta importante filial combina ingeniería de transporte, capital humano

especializado e inversiones en maquinarias y equipos que se rentabilizan con contratos de largo plazo logrando eficiencia para los clientes.

Inmobiliaria: Besalco Inmobiliaria, empresa especialista en el diseño, construcción, y venta de casas y departamentos entre UF 1.600 y UF 24.000, durante los últimos años ha ampliado su cobertura desde la ciudad de Santiago hacia la Quinta Región. Durante el año 2015, los ingresos de esta filial alcanzaron los \$65.228 millones, lo que representa una variación respecto al periodo anterior de un 110%. Esto se explica por el dinamismo en las ventas, impulsadas por el impacto esperado del incremento del IVA en las viviendas.

Negocios internacionales: La filial Besco en Perú es uno de los principales desarrolladores inmobiliarios de ese país, orientado a segmentos de departamentos de precios promedio de US\$38.000 con acceso a subsidio del Gobierno tipo “Mi Vivienda”. También ha desarrollado proyectos inmobiliarios cuyos precios promedio son de US\$150.000. Hoy en día es un actor relevante en el mercado inmobiliario en Lima y se está desarrollando una expansión a la ciudad de Piura.

En los últimos años, se ha dado un fuerte impulso a esta filial, manteniendo la política de integración vertical, en el sentido de integrar la compra del terreno, el diseño de arquitectura y especialidades, la construcción y finalmente la venta de departamentos.

Socovesa S.A.:

Es una compañía que crea y vende valor inmobiliario. Sus productos son diseñados desde el habitar y hoy el 70% de su portafolio está en desarrollos en altura.

Durante varias décadas, el negocio inmobiliario operó bajo la lógica del arbitraje de la tierra. Se competía por precio, lo que generó una comoditización en la oferta y en consecuencia, un negocio menos rentable. El agotamiento de este modelo llevó a Empresas Socovesa a dejar de competir por precio, haciéndolo por diferenciación y valor agregado, con productos diseñados desde el habitar de las personas. Hoy la Compañía está decididamente orientada hacia el mercado y sobre todo, mejor conectada con sus clientes. Un cliente, por lo demás, mucho más sofisticado que espera propuestas más finas y acorde a las últimas tendencias de habitabilidad.

Esto es evidente no sólo en los segmentos altos, sino que es una exigencia transversal y muy presente también en los segmentos medios y los emergentes. Además de los cambios observados en el mercado y en el consumidor, los últimos 15 años han dado cuenta de un nuevo patrón de crecimiento urbano en las principales ciudades de Chile. El modelo del infilling (densificación de la ciudad hacia adentro y hacia arriba.) es evidente en la Región Metropolitana y se observa también con diferentes niveles de desarrollo en otras ciudades como Antofagasta, Gran Concepción, Viña-Valparaíso y La Serena-Coquimbo. El escenario sociológico y urbano cambió para los desarrolladores inmobiliarios. En consecuencia, Empresas Socovesa adaptó su modelo de negocio a este nuevo contexto, concentrándose principalmente en el mercado de departamentos de comunas infilling, con foco en la rentabilidad y ofreciendo productos inspirados en la forma en que los chilenos usan y quieren sus espacios.

4. **Financiamiento de la empresa.**

La empresa no posee financiamiento vía bonos, toda su deuda se basa en deuda crediticia.

5. **Estructura de capital**

Para determinar la estructura de capital de la empresa se consideró la información de la empresa presentada bajo estándares IFRS.

Se identificaron las partidas correspondientes para determinar la deuda financiera de la empresa para los años 2011 al 30 de septiembre de 2015, la cual se presenta en la siguiente tabla:

Deuda Financiera de la Empresa (En UF):

	2011	2012	2013	2014	2015
Pasivos Financieros Corrientes	2.871.344	1.776.427	2.985.337	3.384.970	2.825.055
Pasivos Financieros No Corrientes	2.294.235	1.894.187	1.071.493	1.912.547	3.388.561
Deuda Financiera	5.165.579	3.670.614	4.056.830	5.297.517	6.213.617

Patrimonio Económico de la empresa (En UF):

Para calcular el Patrimonio económico de Paz Corp S.A. se obtiene el número de acciones suscritas y pagadas de la empresa durante los años 2011 al 2015*, así como también se registró el precio de la acción al cierre de cada año en estudio. Se tomó el precio de cierre registrado al 31 de diciembre para los años (2011-2014) y para el caso del año 2015, se consideró el precio de cierre registrado el 30 de septiembre.

Número de acciones de Paz Corp S.A. y precio al cierre de cada año

	2011	2012	2013	2014	2015
Número de acciones suscritas	281.619.203	281.619.203	281.855.702	283.369.203	283.369.203
Precio de la acción (\$)	203,08	342,63	302,00	375,00	318,90
Precio de la acción (UF)	0,009	0,015	0,013	0,015	0,012

Con la información anterior, es posible calcular el Patrimonio Económico para la empresa.

	2011	2012	2013	2014	2015
Patrimonio Económico (UF)	2.565.316	4.224.519	3.651.739	4.314.899	3.565.188*

*Al 30 de Septiembre de 2015

Estructura de Capital de la Empresa

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

A través de la mediana, se establece la estructura de capital objetivo de la compañía, la cual será la que se utilizará en el desarrollo del informe.

	2011	2012	2013	2014	2015*
B/V	0,67	0,47	0,53	0,55	0,64
P/V	0,33	0,53	0,47	0,45	0,36
B/P	2,01	0,87	1,11	1,23	1,76

*Al 30 de Septiembre de 2015.

Estructura de Capital Objetivo.

Debido a que existe una alta dispersión en las estructuras año a año, se decidió trabajar como estructura de capital objetivo con la mediana de los datos entre 2011 y 2015

	Mediana
B/V	0,55
P/V	0,45
B/P	1,23

6. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

1. Costo de la Deuda (k_b)

Debido a que la empresa Paz Corp S.A. no posee emisiones de bonos vigentes al día 30 de septiembre de 2015, consideraremos en los cálculos la tasa de costo de la deuda (k_b), consideramos una buena estimación del costo, la tasa del crédito bancario a más largo plazo que posee la empresa, este crédito es entregado por el Banco Scotiabank Chile, a una tasa de UF + 2,34%.

2. Beta de la Deuda (β_b)

El beta de la deuda calculada utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda:

$$k_b = rf + PRM \times \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{k_b - rf}{PRM}$$

$$\beta_d = \frac{2,34\% - 1,85\%}{6,76\%}$$

$$\beta_d = 0,0725$$

3. Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$) y Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Se calculó el beta de la acción para cada año de estudio, desde 2011 hasta septiembre de 2015 utilizando datos semanales. Para cada modelo se tomaron 105 observaciones, en la siguiente tabla se muestra el beta de la acción para cada año con su respectivo valor p asociado, además se muestra la presencia bursátil de la empresa en cada periodo, para calcular el beta de la acción que se utilizara para el cálculo del costo patrimonial se desapalanco los betas de la acción de cada año y se utilizó un promedio histórico para desde 2011 a 2015, para desapalancar se utilizó la fórmula de Rubenstein:

$$\beta_p^{(c|d)} = \beta_p^{(s|d)} \left[1 + (1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d(1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_p^{(c|d)} + \beta_d(1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right) = \beta_p^{(s|d)} \left[1 + (1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right]$$

$$\beta_p^{(s|d)} = \frac{\beta_p^{(c|d)} + \beta_d(1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right)}{\left[1 + (1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right]}$$

En la siguiente tabla se muestran los betas y su significancia para cada año:

	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Beta de la acción	1,8468	2,2999	2,1972	0,9227	0,6464	
Beta de la acción desapalancado	0,7580	1,3922	1,2050	0,5042	0,3151	0,8349
p-value	1,21E-12	2,59E-12	5,76E-10	0,0007	0,0048	
Presencia Bursátil (%)	100%	86,67%	85,56%	61,11%	55,56%	

4. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

El beta patrimonial con deuda, apalancando según estructuras objetivos, la tasa de impuesto de 25% proyectada a 2020 y la estructura de capital objetivo utilizada es 1,23 la cual es calculada como la mediana de las estructuras de capital de los últimos 5 años. Con esto el beta patrimonial con deuda es:

$$\beta_p^{(c|d)} = \beta_p^{(s|d)} \left[1 + (1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d(1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_p^{(c|d)} = 0,8349 \times [1 + (1 - 0,25) \times 1,23] - 0,0795 \times (1 - 0,25) \times 1,23$$

$$\beta_p^{(c|d)} = 1,5366$$

5. Costo Patrimonial (k_p)

El costo patrimonial estimado usando CAPM es:

$$k_p = rf + PRM * \beta_p^{(c|d)}$$

$$k_p = 1,85\% + 6,76\% \times 1,5366$$

$$k_p = \mathbf{12,24\%}$$

6. Costo de Capital (k_0)

Realizados los cálculos anteriores, procedemos a calcular el costo de capital WACC de la empresa:

$$k_{0(WACC)} = k_p \times \frac{P}{V} + k_b \times (1 - tc) \times \frac{B}{V}$$

$$k_{0(WACC)} = 12,24\% \times 0,45 + 2,34\% \times (1 - 0,25) \times 0,55$$

$$k_{0(WACC)} = \mathbf{6,46\%}$$

7. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Si observamos algunos índices, podemos apreciar en los estados de resultados (ver anexo 1) se muestra una industria fluctuante con niveles de ventas anuales con comportamientos muy variables a través de los años. En la siguiente tabla se resumen los principales ratios financieros calculados para los años de estudios, en donde podemos comparar los datos a Septiembre de 2015 con la industria.

Ratios Financieros	2011	2012	2013	2014	2015	Industria*
	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	30/09/2015	30/09/2015
Participación del activo fijo en el activo total	12,2%	18,3%	12,7%	10,5%	9,4%	34,9%
Participación activo fijo en el activo circulante (tasa de inversión)	13,9%	22,4%	14,6%	11,8%	10,4%	49,8%
Participación del activo circulante en el activo total	87,8%	81,7%	87,3%	89,5%	90,6%	75,8%
Capital de Trabajo (En UF)	3.461.167	2.503.877	985.190	2.673.452	1.345.925	
Razón Corriente	1,89	1,98	1,22	1,51	1,30	1,10
Test ácido	0,46	0,75	0,35	0,58	0,50	0,54
Razón Deuda	68,9%	63,2%	63,8%	65,4%	63,6%	66,3%
EBIT (En UF)	170.303	499.176	447.863	1.036.955	867.461	
Cobertura Intereses	0,84	2,78	7,02	25,38	38,86	16,00
Composición Deuda	48,9%	41,5%	66,8%	64,2%	52,3%	66,9%
Razón Deuda / Patrimonio	2,21	1,72	1,76	1,89	1,75	1,99
Rotación Cuentas x Cobrar	4,61	7,20	7,50	3,52	6,55	2,32
Rotación Inventario	0,45	1,17	0,72	0,74	0,70	0,59
Periodo de Cobro (Días)	78,0	50,0	48,0	102,3	55,0	314,1
Edad Inventario (Días)	797,7	308,1	498,7	487,2	511,1	764,2
Rotación Activos	0,27	0,51	0,36	0,41	0,28	0,17
Margen utilidad Bruta	0,19	0,26	0,25	0,29	0,32	0,22
Margen utilidad Neta	0,01	0,06	0,12	0,18	0,18	0,08
ROA	0,05	0,13	0,09	0,12	0,09	0,03
ROE	0,01	0,08	0,12	0,21	0,13	0,05

Al analizar algunos ratios financieros de la empresa, podemos observar algunas de sus principales características.

Podemos ver que el porcentaje de activo fijo, respecto del activo total en constante en el tiempo, pues no difiere significativamente, considerando el año con mayor volatilidad de este

ratio el 2012, situación que es consistente si observamos el ratio del activo fijo en el activo circulante, es decir su estructura no difiere de manera significativa en el tiempo. Si comparamos estos ratios con los de la industria, observamos que Paz Corp S.A posee un porcentaje de activo fijo significativamente menor que la industria; situación contraria a la relación activo circulante respecto del activo total, pues posee una concentración superior en activos de corto plazo.

La razón corriente en los años 2011 y 2012 es bastante elevada, la cual disminuye en los años siguientes y se acerca al ratio promedio de la industria, no obstante, sigue siendo superior. Este ratio para la empresa es bueno, que implica que puede afrontar sin problemas sus compromisos de corto plazo; situación similar ocurre si analizamos el test ácido, el cual es determinante en este tipo de empresas, pues poseen un valor de inventarios muy importante, como se ratifica en los estados financieros de la empresa, por lo que su valor no es sorpresa que sea menor a 1; no obstante se puede observar que es constante en el tiempo, en torno a 0,5 y sus fluctuaciones, son consistentes con el comportamiento de sus ingresos. Si se compara este valor con el de la industria, se puede determinar que está en línea y no difiere en gran medida.

El ratio cobertura de intereses de la compañía fluctúa entre los años 2011-2015, el cual presenta un aumento significativo en su valor, el que se explica por dos factores, en primer lugar la reducción considerable de los costos financieros de la compañía, y segundo lugar, pero en menor proporción, el aumento de las ganancias de la compañía, esto podría interpretarse como una disminución en el riesgo de la empresa al momento de asumir la carga financiera, así como en los costos de financiamiento. Si comparamos el valor de 2015, con el de la industria, es significativamente mayor.

Los ratios de deuda de la empresa, en primer lugar podemos determinar que la razón de deuda en promedio es un 65%, este valor si bien indica un grado de endeudamiento elevado, no es preocupante, pues dada la naturaleza del negocio inmobiliario, cada proyecto se desarrolla con financiamiento bancario, por lo que es razonable el valor, más aún si observamos su consistencia en el tiempo al tener un valor estable y si se compara con el de la industria, el cual está totalmente en línea.

Sin analizamos el margen de utilidad bruta de la compañía, observamos que este ha aumentado en el tiempo, consistente con los descrito anteriormente, así como también el margen de utilidad neta; estos valores son mayores a los que presenta la industria; explicado en parte, porque se están considerando empresas que en su negocio está construcción, los cuales han tenido un rendimiento menor, producto del periodo de desaceleración global el cual ha afectado a la economía nacional.

El retorno sobre los activos de la compañía (ROA) de la empresa es positivo y relativamente constante en el tiempo. Se puede afirmar que la empresa entrega un rendimiento razonable para el sector donde se desempeña; de igual forma, el retorno sobre el patrimonio (ROE), posee un valor positivo y aceptable, pues considerando el nivel de riesgo de la compañía es un buen nivel de retorno. De manera consistente con lo expuesto anteriormente, la compañía presenta un rendimiento superior al exhibido por la industria.

8. Proyección de los Estados de Resultados.

Para realizar una proyección de los estados de resultados, es necesario analizar el comportamiento de algunas cuentas relevantes y determinantes; en primer lugar se observa el crecimiento histórico de las ventas durante el periodo de análisis, con lo que se obtiene para los distintos años lo siguiente:

Estado de Resultados Integrales	2011	2012	2013	2014	2015*
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Ingresos de actividades ordinarias	-13,4%	61,3%	-24,0%	34,5%	11,4%

* Crecimiento 2015 con respecto a informe de Septiembre de 2014

Las tasas obtenidas dan cuenta de una incertidumbre en el comportamiento futuro de los ingresos en la empresa, donde las ventas de un año a otro cambian de manera drástica y son muy difíciles de predecir un comportamiento a futuro.

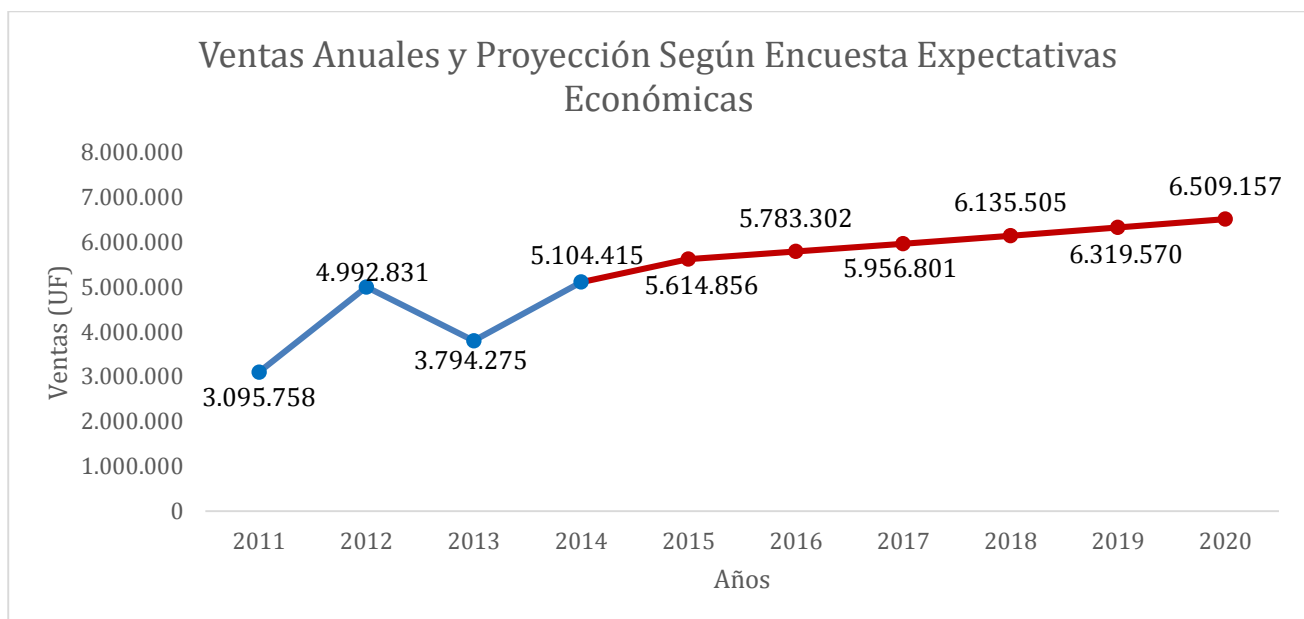
Al observar el comportamiento de la industria a nivel general y tomando como índice de crecimiento el indicador de ventas de vivienda entregado por el banco central, se puede inferir

que en si la industria es bastante voluble y fluctuante, en la siguiente tabla se observa el comportamiento de ventas de viviendas:

	2011	2012	2013	2014	2015*
Crecimiento de la industria	26,8%	18,1%	1,4%	-8,6%	11,5%

* Cifra provisoria calculada según datos primer semestre de 2014 y 2015

Debido a que los crecimientos históricos de la compañía y de la industria muestran datos anómalos que no permiten fijar una tasa de proyección, se tomó la decisión de utilizar el crecimiento del PIB nacional proyectado a 2020 entregado según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central (ver anexo 2) como un pivote conservador para proyectar las ventas de la empresa hasta el año 2020, puesto que la tendencia de los ingresos y el PIB poseen igual comportamiento tendencial (ver anexo 3). Dicha situación se consolida con el desempeño del sector inmobiliario, el cual en el periodo en análisis se ha desacelerado en Santiago, así como a nivel Nacional (ver anexo 4) Según estas expectativas las ventas crecerán 10% (según tendencia de comportamiento histórico) a Diciembre de 2015 con respecto a las ventas totales de Diciembre de 2014 y a partir de 2016 se mantendrá constante en 3%. Con esto las ventas proyectadas se pueden observar en el siguiente gráfico:



A partir de la proyección de las ventas, se construye una proyección de todas las cuentas presentes en el estado de resultados tomando el porcentaje promedio que cada una de estas cuentas representan de las ventas anuales de la empresa. En la siguiente tabla se muestran los resultados de estas proyecciones:

Estado de Resultados Integrales (Cifras en UF)	2015 31-12-2015	2016 31-12-2016	2017 31-12-2017	2018 31-12-2018	2019 31-12-2019	2020 31-12-2020
Ingresos de actividades ordinarias	5.614.856	5.783.302	5.956.801	6.135.505	6.319.570	6.509.157
Costo de ventas	4.142.612	4.266.890	4.394.897	4.526.744	4.662.546	4.802.422
Ganancia Bruta	1.472.245	1.516.412	1.561.904	1.608.761	1.657.024	1.706.735
Otros Ingresos, por función	26.144	26.929	27.737	28.569	29.426	30.308
Gastos de administración	408.969	697.626	718.555	740.112	762.315	785.184
Otros gastos, por función	0	0	0	0	0	0
Otras ganancias (pérdidas)	22.514	23.190	23.885	24.602	25.340	26.100
Ingresos financieros	72.981	75.170	77.425	79.748	82.141	84.605
Costos financieros	29.765	152.722	157.304	162.023	166.883	171.890
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	67.050	69.062	71.134	73.268	75.466	77.730
Diferencia de cambio	216	222	229	236	243	250
Resultado por unidades de reajuste	8.228	34.134	35.159	36.213	37.300	38.419
GANANCIA ANTES DE IMPUESTO	1.185.616	780.122	803.526	827.632	852.461	878.034
Gasto por impuestos a las ganancias	266.764	187.229	200.881	206.908	213.115	219.509
GANANCIA	918.853	592.893	602.644	620.724	639.346	658.526

9. Proyección de Flujos de Caja Libre

Para la proyección del flujo de caja, en primer lugar fue necesario determinar el flujo de caja bruto de la compañía, posteriormente, con esta información se calculó el flujo de caja libre. Para determinar el flujo de caja libre se utilizó la información de proyecciones estimadas de los estados resultados anteriormente presentados.

a. Flujo de caja bruto

En la construcción del flujo de caja bruto se utilizaron las siguientes partidas:

- **Depreciación y amortización:** Como proyección se utiliza un monto fijo igual al monto promedio entre los años 2011 – 2015.

- **Costos e ingresos Financieros:** Se procede a utilizar la proyección en base al porcentaje promedio entre 2011 – 2015 que representan de los ingresos por actividades extraordinarias. En base a esto se toma la porción una vez descontados los impuestos.

Finalmente el flujo de caja bruto es:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020
Ganancia o Perdida	918.853	592.893	602.644	620.724	639.346	658.526
Depreciación Activo Fijo (+)	35.441	35.441	35.441	35.441	35.441	35.441
Amortización (+)	17.277	17.277	17.277	17.277	17.277	17.277
Ingresos Financieros (-)	56.560	57.129	58.069	59.811	61.605	63.454
Costos Financieros (+)	23.068	116.069	117.978	121.517	125.163	128.917
Flujo de Caja Bruto	938.078	704.550	715.271	735.148	755.621	776.708

b. Flujo de caja libre

Una vez calculado el Flujo de caja bruto se procede a realizar los ajustes de para obtener el Flujo de caja libre, para este ajuste se utilizan las siguientes partidas:

- **Inversión en reposición:** La inversión de reposición se ha calculado a través de un proxy del 50% de lo proyectado de la suma entre depreciación y amortización, ya que esto se considera como un valor mínimo para la continuidad del negocio de la empresa, sin embargo para el año de perpetuidad la inversión de reposición será igual a la depreciación.

- **Nuevas inversiones:** Se procede a utilizar la proyección en base al porcentaje promedio entre 2011 – 2015 que representan de los ingresos por actividades extraordinarias. Para esto se tomó en cuenta una porción de las cuentas de propiedades de plantas y equipos para cada uno de los años en estudio.

- **Exceso o déficit de capital de trabajo a septiembre de 2015:** Para la estimación de la inversión en capital de trabajo se ha determinado el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) considerando aquellos activos y pasivos que no generan intereses. Considerando los diferenciales de activo y pasivos y los ingresos de actividades

ordinarias, se ha calculado el RCTON (CTON/Ventas), el promedio de días de operación y los días a financiar. En la siguiente tabla se resumen los cálculos asociados al capital de trabajo:

(Cifras en UF)	2011	2012	2013	2014	2015
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes	773.345	882.618	1.008.636	1.445.821	1.393.577
Otros Activos financieros	271.166	83.391	4.749	20.851	52.622
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	535.040	620.407	424.875	1.409.180	548.901
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	135.778	72.769	81.340	41.997	18.647
Inventarios	5.572.377	3.153.984	3.935.828	4.888.648	3.597.244
Activos por impuestos	25.209	0	11.819	78.699	83.467
Pasivos Corrientes					
Cuentas por pagar comerciales y otras por pagar	585.360	625.673	902.368	599.256	462.671
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	94.659	0	6.958	40.096	151.058
Otras provisiones	62.208	76.936	96.266	114.179	78.312
Pasivos por impuestos	0	33.256	45.607	201.645	92.869
<i>Capital de trabajo</i>	6.570.688	4.077.304	4.416.047	6.930.019	4.909.547
	2011	2012	2013	2014	2015
	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
RCTON	212,2%	81,7%	116,4%	135,8%	132,2%
CTON (días de ventas)	764	294	419	489	476
				Promedio CTON (días)	488
				Días a financiar	13

En base a estos a las estimaciones dadas y considerando que existe capital de trabajo para financiar solamente 13 días, se puede estimar que la empresa a septiembre del año 2015 posee un déficit de capital de trabajo de **UF 2.125.123**.

En base a lo anterior se calculó el capital de trabajo en cada periodo de proyección.

Finalmente el Flujo de Caja Libre calculado se puede ver en la siguiente tabla:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020
Flujo de Caja Bruto	938.078	704.550	715.271	735.148	755.621	776.708
Inversión en reposición (-)	26.359	26.359	26.359	26.359	26.359	52.718
Nuevas Inversiones (-)	98.809	101.773	104.826	107.971	111.210	
Exceso (déficit) de Capital de trabajo (+)	-5.868	-6.044	-6.225	-6.412	-6.604	

Flujo de Caja Libre	807.043	570.375	577.861	594.406	611.448	723.990
---------------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

10. Valoración de la Empresa y de su precio de acción

Para determinar el valor de mercado de la compañía se debe determinar aquellos ítems adicionales que puedan aportar o restar valor a la compañía y que no son parte de la operación.

Estos ítems son los siguientes:

- **Activos prescindibles:** Para efectos de determinar los Activos Prescindibles de la Compañía, se ha determinado como tal a aquellos definidos como Activos No Operacionales al 30 de septiembre de 2015. La definición consideró aquellos activos que no son parte del Core Business de la Compañía y que por ende pueden ser vendidos en cualquier momento sin perder una parte significativa de su valor.

Activos No Operacionales	
Activos Financieros	52.622
Activos No Financieros	111.755
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1.036.812
Otros activos no financieros no corrientes	165.670
Otros Activos	375.547
Total activos prescindibles	1.742.405

- **Deuda Financiera:** La deuda financiera al 30 de septiembre de 2015 es la misma que fue presentada en el apartado de estructura de capital.

	Sept 2015
Pasivos Financieros Corrientes	2.825.055
Pasivos Financieros No Corrientes	3.388.561
Deuda Financiera	6.213.617

- **Terminal Value:** Se calcula el valor terminal, tomando un flujo perpetuo del año 2020 en adelante, lo que queda reflejado en la siguiente tabla:

	2015 31-12-2015	2016 31-12-2016	2017 31-12-2017	2018 31-12-2018	2019 31-12-2019	2020 31-12-2020
Flujo de Caja Libre	280.427	570.375	577.861	594.406	611.448	723.990
Perpetuidad					11.204.580	
Flujo de Caja + Valor Terminal	280.427	570.375	577.861	594.406	11.816.028	

Cabe señalar que el flujo de caja libre mostrado para el año 2015 corresponde a la porción del último trimestre de este año.

En base a todos estos ítems se procede a realizar la valoración de la compañía a través de flujo de caja libre, la cual se puede ver en el siguiente cuadro resumen:

Flujo de caja descontado	10.348.137
Exceso (déficit) de Capital de trabajo	2.706.729
Activos Prescindible	1.742.405
Deuda Financiera	6.213.617
Patrimonio Económico	3.170.197
Valor Acción estimado	\$ 286,7
Valor Acción real al 30 de septiembre de 2015	\$ 318
% Diferencia real vs estimado	-9,8%

Con esta valoración el Patrimonio Económico de la empresa es de UF 3.264.291 y el valor de la acción al 30 de septiembre de 2015 debiese haber sido \$286,7 lo que está un 9,8% por debajo del valor real estimado por el mercado en la misma fecha.

11. Conclusiones

El desarrollo del presente informe permitió desarrollar la valoración de la empresa Paz Corp S.A., a través del método de flujo de caja descontado, el cual entregó como resultado un precio de la acción bastante similar, pues el método de flujo de caja entregó un precio de \$286,7 un valor que muestra una diferencia del -9,8% respecto del precio de transacción bursátil al 30 de septiembre de 2015.

La valoración por flujo de caja descontado implicó la utilización de información financiera histórica, la cual se consideró y utilizó para la determinación de importantes parámetros y supuestos para desarrollar la proyección de ingreso y flujos de la compañía, complementados por información del sector industrial donde se desempeña, así como información de mercado que permitieran establecer decisiones razonables sobre los distintos factores, los cuales entregarán un resultado coherente y consistente.

Los ingresos de la compañía muestran un alto nivel de volatilidad en el tiempo, lo que implicó un análisis importante respecto de la evolución de estos, pues proyectarlos, implicó relacionarlos con un factor que fuese consistente y su correlación fuese fuerte con el sector inmobiliario; por lo cual se decidió considerar las expectativas de crecimiento del PIB para proyectar sus ingresos, ya que por la naturaleza del sector, la alta sensibilidad respecto de los ciclos de la economía, implican una consistencia en el crecimiento de los ingresos en la misma proporción del crecimiento del Producto Interno Bruto.

La compañía presenta un margen operacional superior al 20%, lo que implica que a pesar de la volatilidad de los ingresos, sus costos son relativamente constantes en el tiempo, lo que permite minimizar los efectos negativos de los ciclos y le permiten tener estabilidad en la operación y por consiguiente, en la capacidad de generar flujos.

El resultado de la valoración indica una sobrevaloración del mercado en el precio de la acción, no obstante, se debe considerar con cautela y responsabilidad al momento de tomar este análisis como base de decisiones, ya que debido a la metodología utilizada la adopción de

supuestos implica un nivel de riesgos, ya que pueden diferir en el futuro de la realidad, y de acuerdo a su grado de sensibilidad, impliquen distorsiones en el precio de la acción, más aún, se debe considerar que el precio implica la consideración de expectativas futuras del desempeño de la empresa, así como del mercado.

Bibliografía

- “Finanzas Corporativas Teoría y Práctica”. Carlos Maquieira
- Memoria Anual años 2011 a 2014 de empresa Paz Corp S.A.
- Informe de Política Monetaria Diciembre 2015
- Sitio web de la superintendencia de valores y seguros: www.svs.cl
- Sitio web del Banco Central de Chile: www.bcentral.cl
- Sitio web de la cámara Chilena de la Construcción: www.cchc.cl
- Sitio web Bolsa de Comercio de Santiago: www.bolsadecomercio.cl
- Sitio web empresa Paz Corp S.A.: www.paz.cl
- Sitio web empresa Besalco S.A: www.besalco.cl
- Sitio web empresa Salfacorp S.A.: www.salfacorp.com
- Sitio web empresa Socovesa S.A.: www.socovesa.cl

Anexos

Anexo 1: Balance y Estados de Resultados de la Compañía

	2011	2012	2013	2014	2015
(Cifras en UF)	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Activos					
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes	773.345	882.618	1.008.636	1.445.821	1.393.577
Otros Activos financieros	271.166	83.391	4.749	20.851	52.622
Otros Activos no financieros	24.827	152.707	35.181	80.410	111.755
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	535.040	620.407	424.875	1.409.180	548.901
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	135.778	72.769	81.340	41.997	18.647
Inventarios	5.572.377	3.153.984	3.935.828	4.888.648	3.597.244
Activos por impuestos	25.209	0	11.819	78.699	83.467
Total Activos Corrientes(*)	7.337.742	4.965.876	5.502.428	7.965.606	5.806.212
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	0	96.568	0	0	0
Total Activos Corrientes	7.337.742	5.062.445	5.502.428	7.965.606	5.806.212
Activos NO Corrientes					
Otros activos no financieros	2.547.946	2.817.603	3.600.651	51.655	165.670
Derechos por cobrar	31.955	24.806	130.339	108.102	87.794
Inventarios	0	0	0	3.108.635	5.876.753
Cuentas por cobrar entidades relacionadas	197.079	66.993	21.016	39.944	207.230
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	113.084	767.224	882.436	953.388	1.036.812
Activos intangibles distintos de la plusvalía	152.449	110.745	89.164	66.021	50.711
Plusvalía	203.928	134.143	92.986	34.849	5.802
Propiedades, plantas y equipos	303.149	232.534	121.913	98.534	40.286
Propiedades de inversión	309.639	300.587	0	0	0
Activos por impuestos diferidos	319.946	240.930	161.331	176.208	129.126
Total Activos NO Corrientes	4.179.175	4.695.567	5.099.837	4.637.337	7.600.185
TOTAL ACTIVOS	11.516.917	9.758.011	10.602.264	12.602.943	13.406.397

	2011	2012	2013	2014	2015
(Cifras en UF)	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Pasivos					
Pasivos Corrientes					
Otros pasivos financieros	2.871.344	1.776.427	2.985.337	3.384.970	2.825.055
Cuentas por pagar comerciales y otras por pagar	585.360	625.673	902.368	599.256	462.671
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	94.659	0	6.958	40.096	151.058
Otras provisiones	62.208	76.936	96.266	114.179	78.312
Pasivos por impuestos	0	33.256	45.607	201.645	92.869
Otros pasivos no financieros	263.004	46.276	480.701	952.007	850.322
Total Pasivos Corrientes	3.876.575	2.558.568	4.517.237	5.292.154	4.460.287
Pasivos NO Corrientes					
Otros pasivos financieros	2.294.235	1.894.187	1.071.493	1.912.547	3.388.561
Cuentas por pagar	907.657	860.010	567.693	512.617	0
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	365.238	231.784	193.468	330.792	299.765
Otras provisiones	189	9.263	12.079	44.061	30.784
Pasivo por impuestos diferidos	116.849	82.598	58.757	10.962	56.093
Otros pasivos no financieros	369.970	528.855	344.382	136.252	292.542
Total Pasivos NO Corrientes	4.054.138	3.606.697	2.247.871	2.947.231	4.067.745
TOTAL PASIVOS	7.930.713	6.165.265	6.765.109	8.239.385	8.528.033
Patrimonio NETO					
Capital Emitido	2.839.986	2.274.575	2.240.001	2.132.319	2.048.482
Ganancias (pérdidas) acumuladas	655.509	805.760	1.125.136	1.684.913	2.174.550
Primas de emisión	0	487.646	479.671	453.357	435.533
Otras Reservas	35.512	-8.149	-13.732	56.946	71.328
<i>Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora</i>	3.531.007	3.559.833	3.831.076	4.327.535	4.729.892
Participaciones no controladoras	55.197	32.914	6.080	36.023	148.472
TOTAL PATRIMONIO	3.586.204	3.592.747	3.837.156	4.363.558	4.878.364
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS	11.516.917	9.758.011	10.602.264	12.602.943	13.406.397


Estado de Resultados Integrales (Cifras en UF)	2011 31-12-2011	2012 31-12-2012	2013 31-12-2013	2014 31-12-2014	2015 30-09-2015
Ingresos de actividades ordinarias	3.095.758	4.992.831	3.794.275	5.104.415	3.714.802
Costo de ventas	2.514.731	3.685.054	2.841.102	3.612.516	2.533.790
Ganancia Bruta	581.027	1.307.777	953.173	1.491.899	1.181.012
Otros Ingresos, por función	19.808	17.584	28.945	6.406	16.633
Gastos de administración	520.903	771.694	453.516	399.263	306.726
Otros gastos, por función	1.262	5.104	0	0	0
Otras ganancias (pérdidas)	91.634	49.387	80.738	62.087	23.458
Ingresos financieros	60.880	62.473	55.769	39.539	38.511
Costos financieros	202.119	179.400	63.758	40.853	22.324
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	4.510	0	152.437	94.472	1.605
Diferencia de cambio	1.898	933	4.534	5.580	1.881
Resultado por unidades de reajuste	32.433	48.129	12.788	39.231	6.171
GANANCIA ANTES DE IMPUESTO	3.039	335.052	574.989	1.096.462	886.333
Gasto por impuestos a las ganancias	36.394	53.328	102.204	182.085	228.533
GANANCIA	39.432	281.725	472.785	914.377	657.800




























Anexo 2: Encuesta de Expectativas Económicas

EXPECTATIVAS ECONÓMICAS Abril 2016

Enviada: 5 de abril de 2016

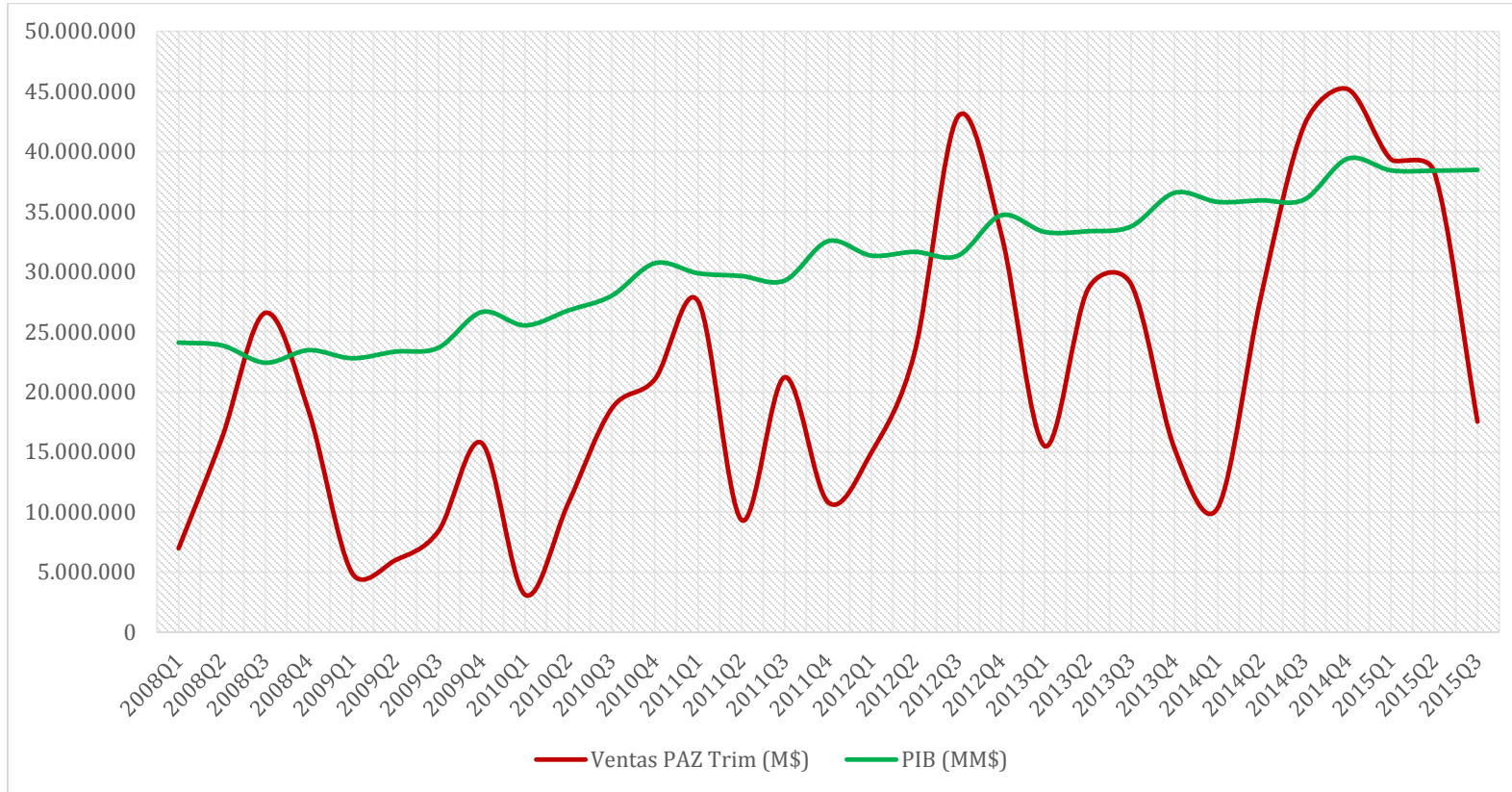
Plazo Recepción: 11 de abril de 2016

 : Gráfico de frecuencias

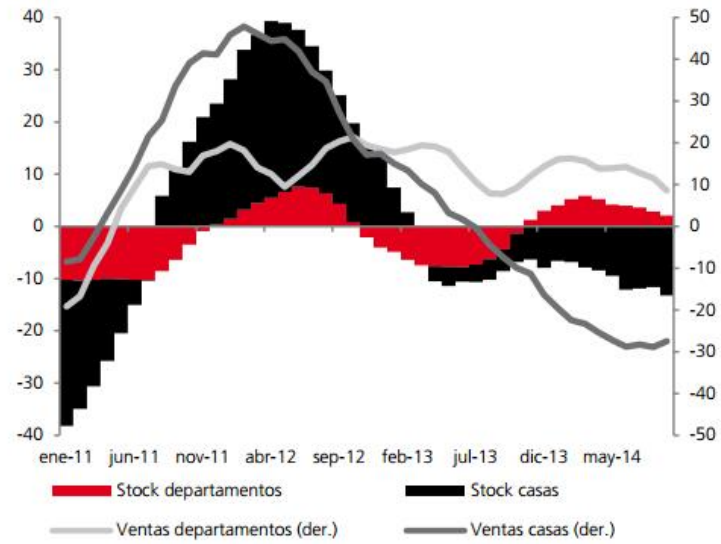
		Encuesta abril 2016			
		Mediana	rango		n° respuestas
			decil 1	decil 9	
Inflación (variaciones IPC en %)					
En el mes		0,3	0,2	0,3	61
El próximo mes		0,2	0,2	0,3	61
En 11 meses (var. 12 meses)		3,3	3,0	3,7	61
En 23 meses (var. 12 meses)		3,0	2,9	3,3	58
diciembre 2016		3,5	3,3	4,0	61
diciembre 2017		3,0	2,8	3,5	61
Tasa de Política Monetaria (*)		Mediana	decil 1	decil 9	n° respuestas
En el mes		3,50	3,50	3,50	61
El próximo mes		3,50	3,50	3,50	61
En 5 meses		3,75	3,50	3,75	61
diciembre 2016		3,75	3,50	4,00	61
Dentro de 11 meses		3,75	3,50	4,00	60
Dentro de 17 meses		4,00	3,50	4,25	60
Dentro de 23 meses		4,00	3,70	4,50	58
Tasa BCU 5 años (%) (*)		Mediana	decil 1	decil 9	n° respuestas
Dentro de 2 meses		1,2	1,1	1,3	57
Dentro de 11 meses		1,3	1,1	1,6	56
Dentro de 23 meses		1,5	1,1	2,0	53
Tasa BCP 5 años (%) (*)		Mediana	decil 1	decil 9	n° respuestas
Dentro de 2 meses		4,3	4,1	4,4	57
Dentro de 11 meses		4,4	4,2	4,7	56
Dentro de 23 meses		4,6	4,2	5,0	53
Tipo de Cambio (\$ por US\$1) (*)		Mediana	decil 1	decil 9	n° respuestas
Dentro de 2 meses		690	675	700	60
Dentro de 11 meses		700	655	720	59
Dentro de 23 meses		700	620	720	56
IMACEC (variaciones 12 meses)		Mediana	decil 1	decil 9	n° respuestas
Un mes atrás		1,8	1,3	2,0	61
PIB (variaciones 12 meses)		Mediana	decil 1	decil 9	n° respuestas
En el trimestre calendario de la encuesta		1,7	1,2	2,0	61
diciembre 2016		1,7	1,5	2,0	61
diciembre 2017		2,5	2,0	2,8	61
diciembre 2018		3,0	2,5	3,4	58

(*) Fines de mes.

Anexo 3: Gráfico de Ventas Paz Corp S.A y PIB

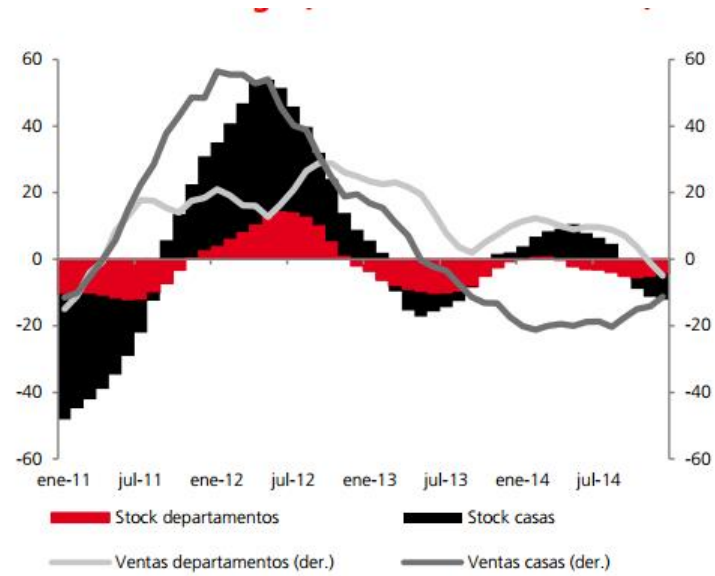


Anexo 4: Ventas y stock nacional de viviendas (variación anual)



Fuente: CChC y Santander.

Anexo 5: Ventas y stock de viviendas en Santiago (variación anual)



Fuente: CChC y Santander.