



VALORACIÓN DE EMPRESAS SOCOVESA

Mediante Métodos de Flujos De Caja Descontados

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

Alumno: Rony Fernando Andrade Ruiz

Profesor Guía: Arturo Rodriguez

Santiago, Junio 2018

DEDICATORIA

Para mi señora Tania por su apoyo, comprensión y motivación.
Para mi hija Constanza por su comprensión y alegría.
Para mi padre César por su dedicación y entrega.

TABLA CONTENIDOS

Contenido

DEDICATORIA	1
TABLA CONTENIDOS.....	2
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS	5
RESUMEN EJECUTIVO.....	7
Capítulo 1: PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORIZACIÓN	8
1.2 Modelo de descuento de dividendos.....	9
1.2 Método de flujos de caja descontados.....	10
1.3 Método de múltiplos.....	12
Capítulo 2: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	14
2.1 La Empresa.....	14
2.1.1 Regulación:	14
2.1.2 Descripción del negocio:.....	15
2.1.3 Filiales:	16
2.1.4 Mayores accionistas:.....	18
2.2 La industria de la construcción.....	19
2.2.1 Expectativas	21
2.2.2 Empresas comparables.....	28
Capítulo 3: ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	40
3.1 Deuda Financiera de la Empresa:.....	40
3.2 Patrimonio Económico de la empresa:	40
3.3 Estructura de Capital Objetivo:	41
Capítulo 4: ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA.....	42
Capítulo 5: ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	43
5.1 Costo de la deuda (k_b)	43
5.2 Beta de la deuda (β_b)	43
5.3 Beta de la acción $(\beta_p^{C/D})$	44

5.4 Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$).....	44
5.5 Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$)	44
5.6 Costo patrimonial (k_p).....	45
5.7 Costo de capital (k_0)	45
Capítulo 6: PROYECCIÓN DEL EERR.....	46
6.1 Análisis de crecimiento	46
6.1.1 Crecimiento Socovesa.....	46
6.1.2 Crecimiento industria	48
6.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2017 al 2021.....	48
6.2 Análisis de costos de operación.....	50
6.2.1 Costos de venta:.....	50
6.2.2 Gastos de administración:	50
6.3 Análisis de cuentas no operacionales	51
6.4 Análisis de activos.....	52
6.5 Proyecciones.....	57
6.5.1 Proyección de ingresos de operación	57
6.5.2 Proyección de costos de venta.....	57
6.5.3 Proyección de gastos de administración	58
6.5.4 Proyección de resultado no operacional.....	60
6.5.5 Cálculo de ganancia antes de impuestos	62
6.5.6 Cálculo de pago de impuestos.....	62
6.5.7 Cálculo de ganancia o pérdida	63
6.6 Cuadro de estados de resultados proyectados	64
Capítulo 7: VALORACIÓN POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO	65
7.1 Ajustes EE.RR. proyectado.....	65
7.1.1 Depreciación y amortización	65
7.1.2 Gastos financieros.....	65
7.1.3 Ingresos financieros.....	65
7.1.4 Otros ingresos por función	65

7.1.5 Otros gastos por función.....	66
7.1.6 Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjunto que se contabilicen utilizando el método de la participación	66
7.1.7 Diferencias de cambio.....	66
7.1.8 Resultados por unidades de reajuste	66
7.1.9 Inversión en reposición.....	66
7.1.10 Nuevas inversiones.....	67
7.1.11 Capital de trabajo	68
7.1.12 Activos prescindibles.....	70
7.1.13 Deuda financiera.....	70
7.2 Flujo de caja Libre proyectado	72
7.3 Valoración precio de la acción método flujos de caja descontados.....	73
CONCLUSIÓN	74
BIBLIOGRAFÍA.....	75

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS

Ilustración 1 - Apertura de cartera de proyectos Socovesa.....	16
Ilustración 2 – PIB vs PIB Construcción.....	20
Ilustración 3 – Evolución peso sector construcción en PIB.....	21
Ilustración 4 – Tasa desempleo desestacionalizada.....	22
Ilustración 5 – Costo de financiamiento para la vivienda	23
Ilustración 6 – Aprobación de créditos hipotecarios	24
Ilustración 7 – Oferta y velocidad de ventas nacional.....	25
Ilustración 8 – Venta de vivienda nacional.....	26
Ilustración 9 – Variables que incidirán en desempeño de empresa.....	27
Ilustración 10 – Composición Ebitda Paz Corp por país.....	29
Ilustración 11 - Composición Ganancia Bruta Moller por negocio.	31
Ilustración 12 – Distribución de accionistas Consorcio ARA.....	38
Ilustración 13 – Ingresos por segmento Consorcio ARA.....	39
Ilustración 14 – Gráfico de ingresos por trimestre últimos años Socovesa.....	47
Ilustración 15 – Composición de ingresos anuales por trimestres de Socovesa	47
Ilustración 16 – Evolución PIB y PIB Construcción.	48
Tabla 1 – Principales accionistas Socovesa.....	18
Tabla 2 – Principales accionistas de Paz Corp.....	30
Tabla 3 – Principales accionistas Moller.....	32
Tabla 4 – Principales accionistas Inversiones 957 SpA.....	33
Tabla 5 – Distribución de accionistas Corpovael.....	35
Tabla 6 – Principales accionistas MRV	37
Tabla 7 – Composición deuda financiera Socovesa.....	40
Tabla 8 – Patrimonio económico Socovesa	40
Tabla 9 – Estructura de capital objetivo Socovesa	41
Tabla 10 – Estimación beta de la acción Socovesa.....	42
Tabla 11 – Estimación tasa costo deuda nominal Socovesa.....	43
Tabla 12 – Tasas de crecimiento porcentual anuales de Socovesa.....	46
Tabla 13 – Crecimiento anual de PIB Construcción y PIB.....	48
Tabla 14 – Estimaciones PIB futuros.	49
Tabla 15 – Proyección de ventas futuras Socovesa.....	49
Tabla 16 – Apertura de costo de venta Socovesa.	50
Tabla 17 – Apertura de gasto de administración Socovesa.....	51
Tabla 18 – Apertura de cuentas no operacionales Socovesa.	51
Tabla 19 – Apertura de activos corrientes Socovesa.....	52
Tabla 20 – Apertura de activos no corrientes Socovesa.....	52
Tabla 21 - Apertura de activos corrientes 3T17 Socovesa.....	53

Tabla 22 – Apertura de activos corrientes 3T17 Socovesa.....	53
Tabla 23 – Apertura de cuentas por cobrar E.E.R.R. 3T17 Socovesa.....	54
Tabla 24 – Apertura de activos biológicos 3T17 Socovesa.....	54
Tabla 25 – Apertura de activos por impuestos 3T17 Socovesa.	54
Tabla 26 – Apertura de otros activos financieros 3T17 Socovesa.....	55
Tabla 27 – Apertura de Inv. Contab. Por método de participación 3T17 Socovesa.....	55
Tabla 28 - Apertura de plusvalía 3T17 Socovesa.	55
Tabla 29 – Apertura de activos por impuestos 3T17 Socovesa.	56
Tabla 30 – Apertura de activos biológicos 3T17 Socovesa.....	56
Tabla 31 – Apertura de activos por impuestos diferidos 3T17 Socovesa.....	56
Tabla 32 – Proyección de ingresos anuales Socovesa.	57
Tabla 33 - Proyección de costo de ventas anual Socovesa.	58
Tabla 34 – Proyección de gasto de administración anual Socovesa.	59
Tabla 35 – Proyección de otros ingresos anuales Socovesa.....	60
Tabla 36 – Proyección de otros gastos anuales Socovesa.....	60
Tabla 37 – Proyección de ingresos financieros anuales Socovesa.	61
Tabla 38 - Proyección de costos financieros anuales Socovesa.....	61
Tabla 39 – Proyección de ganancias de asociadas anuales Socovesa.....	61
Tabla 40 – Proyección de diferencias de cambio anuales Socovesa.	62
Tabla 41 – Proyección de resultados por unidad de reajuste anuales Socovesa.	62
Tabla 42 – Proyección de ganancia antes de impuestos anuales Socovesa.	62
Tabla 43 – Proyección de gasto por impuestos a las ganancias anuales Socovesa.....	63
Tabla 44 - Proyección de ganancia anual Socovesa.....	63
Tabla 45 – Proyección de estados de resultados anuales Socovesa.....	64
Tabla 46 – Proyección de DyA anual Socovesa.	65
Tabla 47 – Proyección de inversión en reposición anual Socovesa.....	67
Tabla 48 – Proyección de nuevas inversiones anuales Socovesa.....	67
Tabla 49 – Estimación de RCTON Socovesa.....	68
Tabla 50 – CTON de empresas comparables Paz Corp y Moller.....	69
Tabla 51 – Proyección de inversión en CTON anual Socovesa.....	69
Tabla 52 – Estimación déficit/exceso CTON Socovesa.	70
Tabla 53 – Detalle de activos prescindibles 3T17 Socovesa.	70
Tabla 54 – Apertura deuda financiera 3T2017 Socovesa.	71
Tabla 55 – Flujo de caja libre proyectado anual Socovesa.....	72
Tabla 56 – Valoración empresa y patrimonio 3T17 Socovesa.....	73
Tabla 57 – Valoración económica precio acción 3T17 Socovesa.....	73

RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento, busca otorgar un valor razonable para la acción de la empresa Socovesa S.A. utilizando el método de valoración a través de flujo de caja descontado.

Socovesa es una de las principales empresas del sector inmobiliario en Chile, con más de 50 años de experiencia. En el pasado, Socovesa participaba en el sector inmobiliario y construcción, pero desde el año 2013 comenzó a dedicarse 100% al negocio inmobiliario.

El desarrollo de este trabajo comienza con una descripción de la empresa y de la industria, incluyendo una reseña de las empresas comparables que fueron seleccionadas dentro Latinoamérica. Se amplió la zona geográfica debido a que hay pocos participantes locales que son comparables y así poder obtener un resultado con una muestra mayor.

Posteriormente, para comenzar con el desarrollo de la valorización a través del método de flujo de caja descontado, se estima la estructura de capital de la empresa y luego se realiza la estimación de costo patrimonial y el costo de capital para Socovesa S.A.

Continuando con la valorización, se lleva a cabo un análisis de las principales partidas del Estado de Resultados de la compañía para luego realizar los supuestos necesarios para llegar a construir el flujo de caja proyectado y finalmente aplicar la metodología para obtener un valor para la acción de Socovesa S.A.

Finalmente, a través del proceso se llegó a un precio coherente con el precio al cual transaba la empresa en el mercado, una vez conocidos los resultados del 3T17.

Capítulo 1: PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORIZACIÓN

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 fondos¹. 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 comparables².

En adelante, este trabajo se concentrará en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

1.2 Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

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:

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

1.2 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.⁴

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, este 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.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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

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

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

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

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos

que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

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

1.3 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 ellos⁵:

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)

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Capítulo 2: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1 La Empresa

Razón Social	Socovesa S.A.
Rut	94.840.000-6
Nemotécnico	SOCOYESA
Industria	Inmobiliaria y construcción

2.1.1 Regulación:

Las actividades de Empresas Socovesa están sujetas a una estricta regulación, y dependen del otorgamiento de permisos y licencias de construcción, uso de suelos y regulaciones ambientales. Cambios en algunos de los tipos de regulación mencionados, pueden afectar la factibilidad y rentabilidad de los proyectos de la Compañía.

A continuación, se listan las entidades bajo las cuales la compañía se encuentra regulada:

Cámara Chilena de la Construcción (CCHC)

Comisión Nacional del Medio Ambiente (CONAMA)

Empresas Eléctricas

Empresas Sanitarias

Ministerio de Obras Públicas (MOP)

Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU y SERVIU)

Ministerio del Trabajo

Municipalidades

Servicio de Impuestos Internos (SII)

Servicio Nacional de Atención al Consumidor (SERNAC)

Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Tesorería General de la República (TGR)

Además, se encuentra sujeta a la legislación vigente en cuanto a Ley de Sociedades Anónimas, Ley de Mercado de Valores, Ley de Responsabilidad Penal de la Persona Jurídica, entre las más importantes.

2.1.2 Descripción del negocio:

Empresas Socovesa 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 compañía enfoca sus actividades principalmente en el área de desarrollo inmobiliario y, en forma marginal, en el área de ingeniería y construcción (donde ya no tiene proyectos activos). Se organiza 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 estos, y al mismo tiempo, potenciando las sinergias entre los distintos negocios y así lograr mejorar el control de costos, los márgenes operacionales y hacer un uso eficiente del capital invertido en el negocio.

El desarrollo inmobiliario contempla la construcción de casas, departamentos en altura y proyectos inmobiliarios no habitacionales, abarcando geográficamente desde Iquique a Punta Arenas, y con oferta para todos los segmentos socioeconómicos.

El negocio de Empresas Socovesa tiene como objetivo generar valor en cada proyecto que desarrolla. Su escala de operación permite la implementación de proyectos de gran envergadura, incorporando además viviendas, centros comerciales, colegios, áreas verdes y todo el equipamiento necesario para hacer de sus proyectos barrios integrales.

**APERTURA DE LA CARTERA DE PROYECTOS
A LA VENTA DE EMPRESAS SOCOVESA**
(DISTRIBUCIÓN POR UF AL 31 DE DICIEMBRE DE 2016)

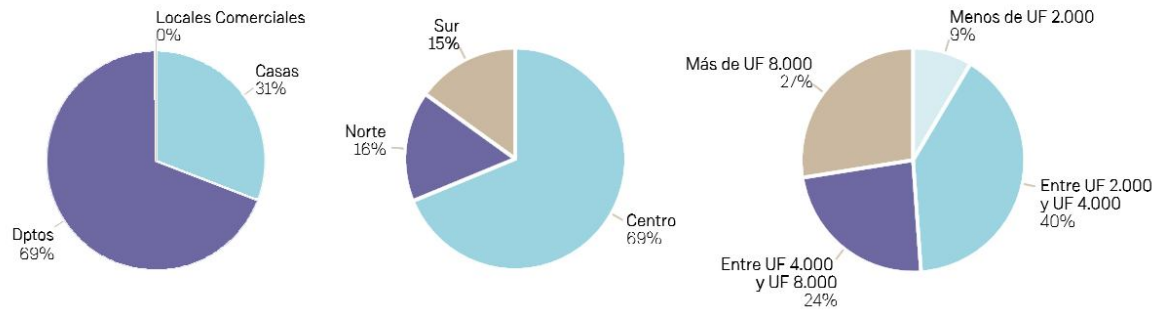


Ilustración 1 - Apertura de cartera de proyectos Socovesa

Gráfica de apertura de la cartera de proyectos por producto, zona geográfica y precio.

Fuente: Memoria Empresas Socovesa 2016.

2.1.3 Filiales:

Empresas Socovesa cuenta con cuatro filiales activas actualmente, dado que la filial de ingeniería y construcción sólo está a espera de la resolución de juicios pendientes, y no tiene proyectos en cartera, y tampoco se espera que tenga proyectos a futuro.

ALMAGRO

La filial Almagro es un desarrollador en altura, líder en la industria inmobiliaria, con presencia principalmente en la región metropolitana, y las ciudades de Iquique y Antofagasta. Esta filial presenta una participación en el mercado del lujo, con departamentos que llegan a las UF 60.000. En cuanto a resultados, la filial viene consecutivamente año a año logrando marcas históricas en términos de escrituras y utilidad.

Almagro es reconocida como una marca confiable, “que hace bien las cosas”, con una trayectoria demostrable y que responde a sus clientes. Estos atributos han apalancado por años el posicionamiento de “Calidad por Dentro y por Fuera”. Buscando fortalecer su propuesta de valor, el 2016 se decide potenciar nuevos atributos, esta vez

relacionados al diseño pensado en el habitar y a los detalles arquitectónicos, evolucionando a un nuevo posicionamiento: el “Vivir Superior”.

PILARES

La filial Pilares es un desarrollador en altura con presencia sólo en la región metropolitana, enfocada a segmentos socioeconómicos bajos y medios, donde su propuesta de valor se enmarca dentro de la macro-tendencia urbana de compactación y densificación de Santiago, concentrando su oferta en edificios emplazados en ubicaciones centrales, con acceso cercano a estaciones de metro y servicios, diseñando productos centrados en el habitar del cliente, con espacios que logran mostrar amplitud y mantener un diseño funcional, con una estrategia de estilo y vanguardia de productos, innovando en tonos, texturas y materialidades, siempre conservando la calidad constructiva. En cuanto a resultados, la filial viene logrando resultados crecientes de facturación y utilidad.

SOCOvesa

La filial Socovesa está compuesta por dos filiales zonales, que son Socovesa Santiago que abarca geográficamente desde la cuarta región hasta la sexta región, y Socovesa Sur que abarca geográficamente desde la séptima región hasta la duodécima región. Ambas filiales se desarrollan bajo la marca Socovesa, en los dos casos producen casas y departamentos, con oferta para todos los segmentos socioeconómicos. La estrategia competitiva de Socovesa se traduce en proyectos inmobiliarios pensados e inspirados en las necesidades del consumidor bajo el concepto “Todo es Diseño”, buscando generar el calce entre las personas y sus viviendas, satisfaciendo necesidades y demandas de nichos que cada vez son más específicos. En cuanto a resultados, la filial Socovesa Santiago ha disminuido sus ventas, producto de la escasez de terrenos para la construcción de casas, y Socovesa Sur ha mantenido sus niveles de venta y mejorado sus utilidades gracias a la mejora de eficiencia de la rotación de sus inventarios.

SOCOYESA DESARROLLOS COMERCIALES

La filial Socovesa Desarrollos Comerciales con presencia sólo en la región metropolitana, está enfocada en negocios inmobiliarios no habitacionales, participando siempre con socios externos, y es la única filial que construye con empresas externas. Su principal preocupación es desarrollar proyectos que se inserten de manera armónica con el entorno.

2.1.4 Mayores accionistas:

Tabla 1 – Principales accionistas Socovesa

Nombre del Accionista	Total de Acciones	% de la Propiedad
INV SAN MIGUEL LTDA.	304.456.287	24,9%
INVERSIONES VAUD	158.289.385	12,9%
MONEDA S.A. AFI PARA PIONERO FONDO DE INVE	119.687.000	9,8%
INVERSIONES LA CORDILLERA	67.463.156	5,5%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVEI	60.649.573	5,0%
INVERSIONES ASECO LTDA.	47.352.911	3,9%
INV LAGOS DEL SUR LTDA.	46.724.060	3,8%
INVERSIONES SANTA CAROLINA LTDA.	45.558.059	3,7%
INVERSIONES SANTA MONTSERRAT LTDA.	45.218.715	3,7%
INVERSIONES SANTA CECILIA SCC	45.218.715	3,7%
CREDICORP CAPITAL S.A. CORREDORES DE BOLS	44.691.180	3,7%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIC	39.640.625	3,2%
Otros	198.986.025	16,3%
Total	1.223.935.691	100,0%

ACCIONISTAS AL 31 MARZO DE 2017

2.2 La industria de la construcción

El sector en el que participa la compañía es denominado la Industria de la Construcción, el cual consta de dos principales áreas de negocio:

Desarrollo inmobiliario: Este negocio consiste en el desarrollo de proyectos de vivienda con y sin subsidio, proyectos de oficinas, loteos industriales y proyectos comerciales que se llevan a cabo por etapas: análisis de proyectos, compra de terrenos, diseño arquitectónico y urbano, aprobación gubernamental, construcción de la obra, comercialización, venta y, finalmente entrega de servicios de postventa. Esta área de negocio presenta una oferta altamente atomizada, y se caracteriza por la gran necesidad de capital inicial (compra de terreno y desarrollo) lo que condiciona la permanencia de las compañías participantes a su tamaño y solidez financiera. Asimismo, se caracteriza por el predominio de actores locales, compañías que conocen los intereses, gustos y necesidades del consumidor que están atendiendo y que buscan satisfacer necesidades por segmentos específicos. Ésta es la principal razón por la que, generalmente, no se encuentran las mismas empresas compitiendo entre sí en más de un segmento de negocio o en más de un mercado geográfico.

Entre los principales actores de este negocio inmobiliario, donde participa Empresas Socovesa, se encuentran: Aconcagua, Paz, Inmobiliaria Manquehue, Enaco, Brotec-Icafal, Moller y Pérez Cotapos, Santa Beatriz, Euro Inmobiliaria, entre las principales.

Ingeniería y construcción: Este negocio se compone de cuatro subáreas: ejecución de proyectos civiles; servicios de ensamblaje industrial; contratos gubernamentales; y reparaciones y demoliciones. Al igual que el negocio inmobiliario, este negocio se encuentra fuertemente atomizado, donde la competencia se presenta a nivel nacional, observándose las mismas constructoras grandes a lo largo del país.

Este es un negocio de nichos que cuenta con ciclos de inversión independientes, donde para ser rentables se necesita manejar volumen y eficiencia en las operaciones.

Entre los principales actores de este negocio, donde ya no participa Empresas Socovesa, se distinguen: SigdoKoppers, SalfaCorp, Echeverría Izquierdo, Besalco, Ingevec, DLP, Bravo Izquierdo, Sigro, Claro Vicuña Valenzuela, entre los principales.

Según la información reciente del Banco Central de Chile⁶, la industria de la construcción representa aproximadamente un 6% del PIB del país. Históricamente, esta industria ha estado estrechamente vinculada a las fluctuaciones económicas tendiendo a ser procíclica, donde en períodos de expansión económica crece más que el promedio, y en periodos de contracción retrocede más que el promedio. Por lo anterior, esta industria es muy sensible ante cambios en la inflación, tasas de interés de largo plazo, nivel de empleo y masa salarial, políticas de subsidios habitacionales vigentes, y niveles de inversión tanto pública como privada.

En las siguientes figuras podemos ver lo mencionado en el párrafo anterior, observando cómo el sector construcción muestra la misma tendencia que el Producto Interno Bruto. Pero, además, podemos ver en la siguiente figura, cómo el peso dentro de su composición ha ido disminuyendo los últimos años.

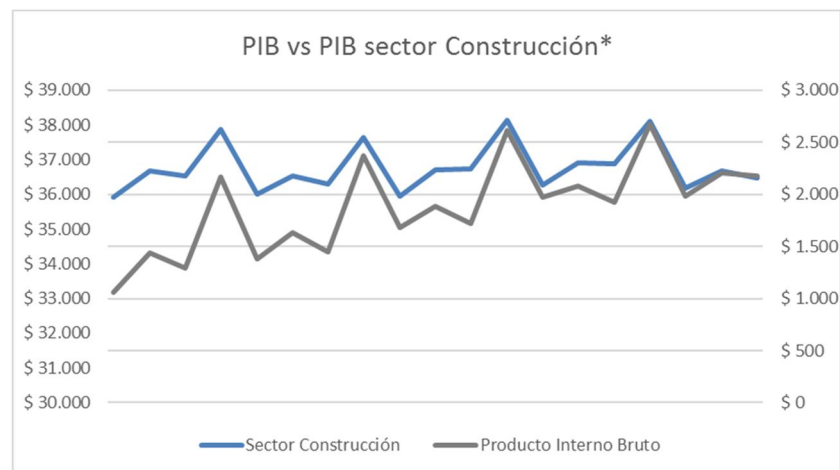


Ilustración 2 – PIB vs PIB Construcción

Fuente: Banco Central

*Datos reales en miles de millones de pesos

⁶ Banco Central de Chile, www.Bcentral.cl

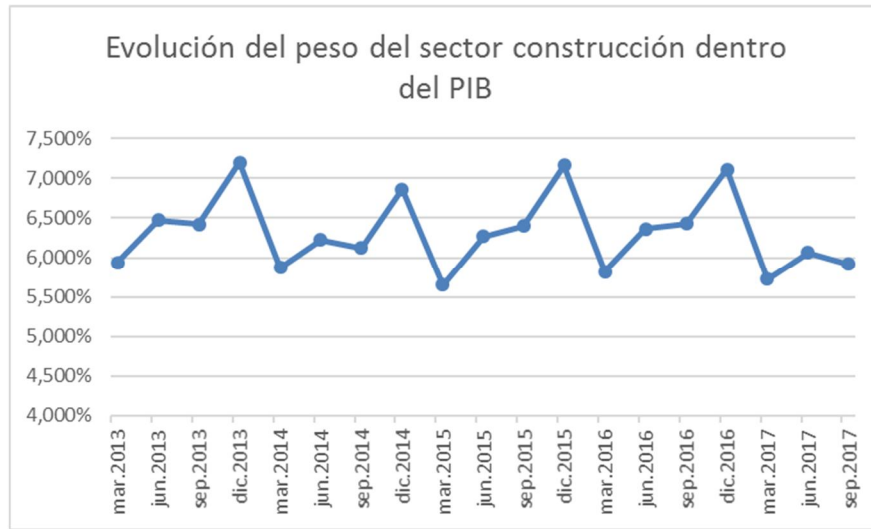


Ilustración 3 – Evolución peso sector construcción en PIB

Fuente: Banco Central.

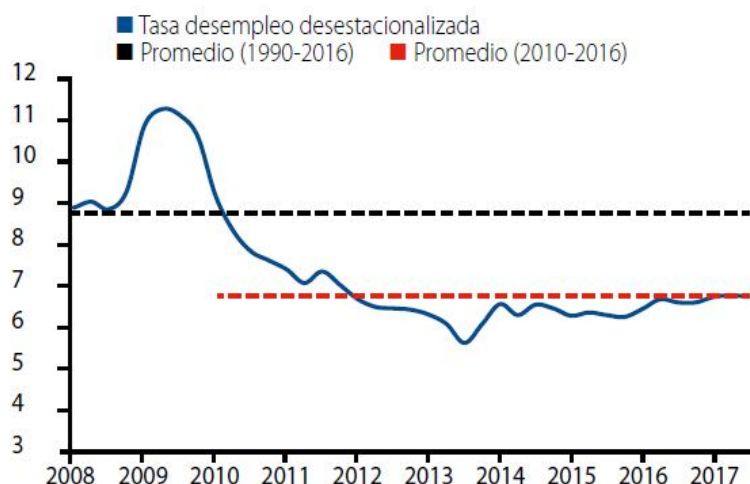
2.2.1 Expectativas

Respecto a las cifras de empleo, si bien éstas muestran que la calidad del empleo se ha ido deteriorando, predominando aquellos por cuenta propia en desmedro de los asalariados en los nuevos puestos de trabajo, la tasa de desocupación del último trimestre móvil alcanzó a 6,7%, cifra en línea con el promedio de los últimos años. Esta tasa se sigue considerando sana para el mercado laboral chileno tomando en cuenta la historia de desempleo en Chile. El informe MACH⁷ proyecta que la tasa de desempleo se alzaría de manera contenida en torno a 6,6% durante la segunda mitad de 2017, mientras que, en el mediano plazo la proyección para 2018 estima un desempleo promedio entre 6,2% y 6,6%, con sesgo a la baja en el escenario base.

⁷ Cámara Chilena de la Construcción, Informe de Macroeconomía y Construcción noviembre 2017.

Tasa de desempleo nacional (en %) desestacionalizada

Valores trimestrales entre 2008 y 2017

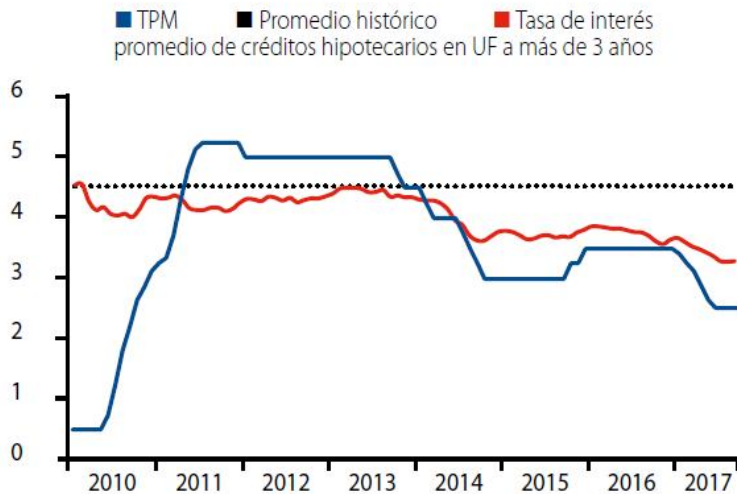


Fuente: CChC en base a estadísticas del INE.

Ilustración 4 – Tasa desempleo desestacionalizada

Por el lado financiero, las tasas de interés han exhibido una clara tendencia bajista desde 2014, la cual se ha intensificado durante el año en curso gracias a las continuas rebajas en la tasa de referencia por parte de la autoridad monetaria, alcanzando en agosto de este año su nivel más bajo desde 2002. Se espera que las tasas hipotecarias se mantengan en niveles bajos en lo que resta del año y buena parte del siguiente, convergiendo hacia su nivel promedio histórico una vez que la autoridad monetaria comience a normalizar la política monetaria a finales de 2018.

Costo de financiamiento para la vivienda



Fuente: Banco Central de Chile.

Ilustración 5 – Costo de financiamiento para la vivienda

En cuanto a los estándares de aprobación de créditos hipotecarios, si bien mostraron cierta mejoría en el margen, se han mantenido restrictivos en los últimos tres años, según la Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central⁸. Esta evolución regresiva del acceso al crédito ha estado motivada, principalmente, por un mayor riesgo asociado a la cartera de clientes, así como por cambios normativos en el segmento hipotecario. Dada la actual coyuntura económica, no esperamos cambios significativos en el acceso al crédito hipotecario.

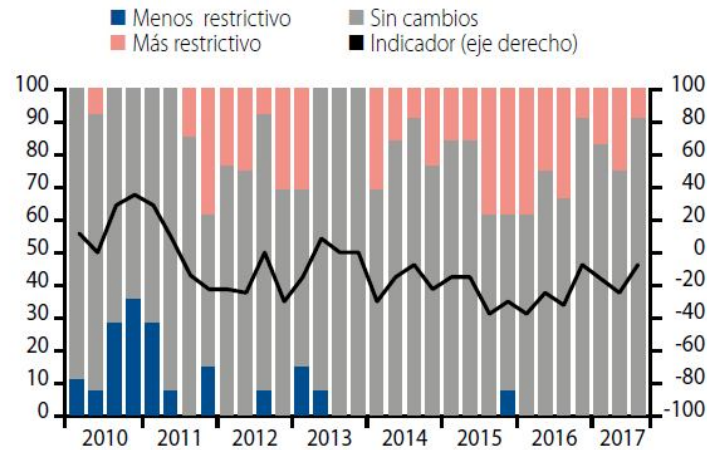
Respecto a la demanda por créditos hipotecarios se ha evidenciado una sostenida recuperación desde finales de 2016, coherente con los niveles de demanda inmobiliaria. Pero dado que las condiciones de ingreso y empleo de los clientes bancarios no presentaran cambios relevantes en el mediano plazo, se espera que la demanda de créditos hipotecarios se mantenga en zona neutral en lo que resta del año y para gran parte del próximo.

⁸ Banco Central de Chile, www.Bcentral.cl

Aprobación de créditos hipotecarios

Porcentaje de respuesta (eje izquierdo)

Porcentaje neto de respuesta (eje derecho)



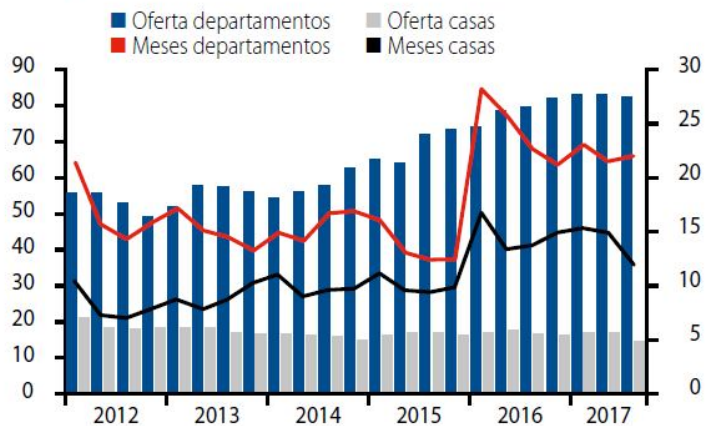
Fuente: Banco Central de Chile.

Ilustración 6 – Aprobación de créditos hipotecarios

En cuanto a la oferta de viviendas nuevas, durante lo que va del 2017 hubo un avance de 4,8% respecto al año previo, Lo anterior estuvo motivado, exclusivamente, por el desempeño del mercado de departamentos, cuyas unidades disponibles se incrementaron 7,2% en el último año. Por el contrario, el mercado de casas registró un notable ajuste en sus cifras de oferta, disminuyendo 6% frente al mismo periodo de 2016. Dado lo anterior, los meses para agotar stock de casas y departamentos se mantuvieron en niveles de equilibrio respecto a los rangos de los años anteriores, En efecto, entre enero y septiembre se hicieron necesarios 20,4 meses para agotar las viviendas disponibles en la oferta inmobiliaria. Esta cifra es superior al intervalo de 14 a 18 meses sobre el que se define el equilibrio del mercado inmobiliario.

Oferta y velocidad de ventas nacional

Miles de viviendas (eje izquierdo)
Meses para agotar oferta (eje derecho)



Cifras del tercer trimestre estimadas con información disponible a agosto.

Fuente: CChC.

Ilustración 7 – Oferta y velocidad de ventas nacional

Durante lo que va del año, si bien se aprecia un alza del precio de las viviendas, no han sido superiores al 5%, lo cual se considera un modesto incremento.

Si se consideran las cifras que entrega la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), el análisis a septiembre de 2017 presentó un aumento del 15,1% en las ventas brutas medidas en unidades respecto del 2016, que se descompone en una disminución de la venta de casas de 3,3% y un aumento de la venta de departamentos de 22,2%.

Venta de vivienda nacional

Miles de viviendas



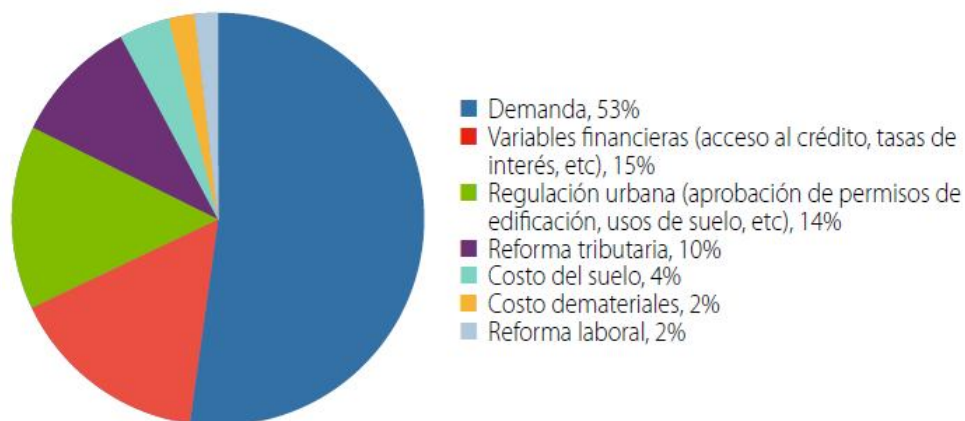
Cifras del tercer trimestre estimadas con información disponible a agosto.
Fuente: CChC.

Ilustración 8 – Venta de vivienda nacional

Según la encuesta de la CCHC⁹, respecto de las variables que incidirían en mayor medida en el desempeño de las empresas del rubro inmobiliario, un 53% declara que será la Demanda, ítem que aumentó en 14 puntos porcentuales respecto de la encuesta anterior, seguido por 15% de variables financieras y 14% de Regulación Urbana. Asimismo, dentro de los factores que más preocupan a los Inmobiliarios en un horizonte de mediano plazo se encuentran la Desaceleración de la Demanda, la Desaceleración de la Inversión y las Condiciones más Restrictivas de Crédito.

⁹ Encuesta SEI Cámara Chilena de la Construcción,

Subsector Inmobiliario: Variables que incidirán en mayor grado en el desempeño de la empresa durante 2016-2017



Fuente: CChC.

Ilustración 9 – Variables que incidirán en desempeño de empresa

En resumen, la industria viene saliendo de un año bastante estable, mostrando leves signos de recuperación, en particular en el mercado de departamentos. Se estima que las ventas inmobiliarias vayan al alza para fines de 2017, y con un leve retroceso para el año 2018, pero, aun así, mejor a los niveles del año 2016.

2.2.2 Empresas comparables

A continuación, se hace una breve descripción de empresas comparables que transan en bolsa en el mercado chileno y latinoamericano, considerando como principal componente en el negocio el inmobiliario dentro de la empresa.

Nombre de la Empresa	Paz Corp SA
Ticker o Nemotécnico	PAZ
Clase de Acción	Acciones nominativas, ordinarias de igual valor cada una, de una misma serie y sin valor nominal. Su capital social se encuentra dividido en 283.369.203 acciones.
Mercado donde Transa sus acciones	Mercado Chileno
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Inmobiliaria y construcción
Negocios en que se encuentra	Negocio Inmobiliario en Chile, Perú y Brasil.

Empresa inmobiliaria chilena con negocios en Chile, Perú y Brasil. Fundada hace más de 40 años, se dedica al desarrollo de viviendas principalmente para la clase media, enfocándose en innovación y calidad. Durante su historia ha desarrollado más de 150 proyectos y 25 mil viviendas.

Paz opera 100% en el modelo inmobiliario, incluyendo las etapas de estudio de mercado, elección y evaluación de compra de terrenos, diseño arquitectónico, gestión inmobiliaria, construcción y comercialización de proyectos.

La compañía el tercer trimestre 2017 tuvo una utilidad (MM\$ 18.130) 59.3% mayor al mismo periodo del 2016 (MM\$11.383). Por otro lado, mostró un EBITDA (MM\$31.285) 106% mayor al tercer trimestre del 2016, con un margen Ebitda de 23% vs 21,1% en 3T16. Las promesas en el 3T17 fueron de MUF 4.628, un 15,3% mayor al 3T16, (en Chile +9.2%: MUF 3.918, en Perú +24.6%: MUF 568 y en Brasil +561%: MUF 142).

Composición del Ebitda según país:

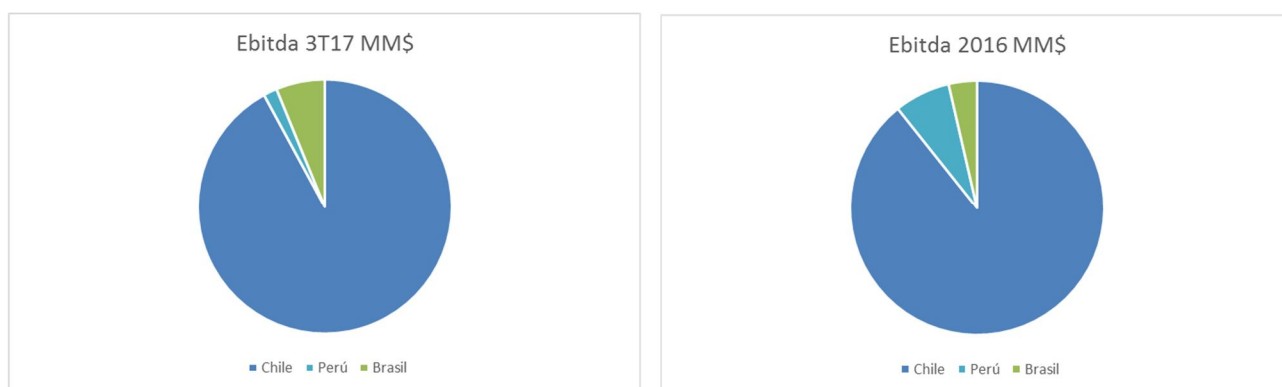


Ilustración 10 – Composición Ebitda Paz Corp por país.

Fuente: Presentación Corporativa 3T2017 Paz Corp.

Estructura de la sociedad:

La compañía es controlada por la familia Paz en un 47,49% al 31 de diciembre 2016, con un free float de 52,51%.

Los principales accionistas de la compañía son:

Tabla 2 – Principales accionistas de Paz Corp

31-12-2016		
NOMBRE O RAZÓN SOCIAL	ACCIONES AL 31/12/2016	PORCENTAJE
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	37.090.398	13,09%
INVERSIONES GLOBUS LIMITADA	36.504.105	12,88%
INVERSIONES QUANTUM LIMITADA	34.673.254	12,24%
INVERSIONES BRAKERS LIMITADA	31.663.544	11,17%
INVERSIONES B Y J LIMITADA	30.968.544	10,93%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN	20.113.290	7,10%
CHILE FONDO DE INVERSIÓN SMALL CAP	13.627.300	4,81%
CONSORCIO C DE B S A	12.400.817	4,38%
ASESORIAS E INVERSIONES PUERTO ABIERTO LTDA	7.749.398	2,73%
FONDO DE INVERSIÓN SANTANDER SMALL CAP	6.992.356	2,47%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	5.397.984	1,90%
CREDICORP CAPITAL SA CORREDORES DE BOLSA	4.896.760	1,73%
OTROS	41.291.453	14,57%
TOTAL	283.369.203	100,00%

Fuente: Memoria Paz Corp 2016

Nombre de la Empresa	Emp. Const. Moller & Pérez-Cotapos S.A.
Ticker o Nemotécnico	MOLLER
Clase de Acción	Acciones Comunes.
Mercado donde Transa sus acciones	Mercado Chileno
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Inmobiliaria y construcción
Negocios en que se encuentra	Realiza construcciones para terceros y por cuenta propia.

Constructora e inmobiliaria chilena, con más de 57 años de trayectoria, posee un área de construcción de obras a terceros e industriales, la cual se especializa tanto en obras civiles a terceros, dentro de estas: hospitales, clínicas y edificios corporativos, como en obras civiles y montajes para el sector minero, energía e industrial. Por otro lado, posee un área de negocio de construcciones propias, con obras habitacionales en altura (edificios) y en extensión (casas).



Ilustración 11 - Composición Ganancia Bruta Moller por negocio.

Fuente: Presentación Corporativa 3T17 Moller.

La utilidad de la compañía el 3T17 (\$4.008.962 miles), con respecto al mismo periodo del año pasado (\$5.167.781 miles), mostró una caída de más de 22%, con un beneficio bruto cayendo un 5%.

Los principales accionistas:

Tabla 3 – Principales accionistas Moller

Principales Accionistas	Participación	Acumulado
INVERSIONES 957 SPA	51,01%	51,01%
INVERSIONES AUGURI LTDA	15,04%	66,05%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVE	12,55%	78,60%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSI	4,96%	83,56%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	4,22%	87,78%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INV	4,05%	91,83%
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	2,08%	93,91%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1,05%	94,96%
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	0,95%	95,91%
AFP MODELO S.A. - FONDO B	0,86%	96,77%
AFP MODELO S.A. - FONDO A	0,45%	97,22%
NEVASA S.A CORREDORES DE BOLSA	0,40%	97,62%

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

La empresa está controlada por Inversiones 957 SpA. Los principales accionistas de Inversiones 957 Spa son los siguientes:

Tabla 4 – Principales accionistas Inversiones 957 SpA

Accionistas Controladores	RUT	Accionista	Inversión Indirecta	
			Sociedad	Participación
Carolina Selume Aguirre	13.242.147-1			
Jorge Selume Aguirre	12.108.491-0	SIF Inversiones Ltda.	Inversiones 957 SpA.	31,16%
Nicolás Selume Aguirre	15.315.191-1			
Fernando Frías Larraín	7.337.983-0	Agrícola El Alarife	Inversiones 957 SpA.	19,35%
Ramón Yávar Bascuñán	6.758.105-9	Inversiones La Hiedra S.A.	Inversiones 957 SpA.	19,35%
Cristián Pablo Varela Noguera	6.872.284-5			
Cristián Varela Eluchans	12.043.949-9			
Juan José Varela Eluchans	15.382.994-2			
María Angélica Varela Eluchans	16.208.785-1	Inversiones Vaelsi Ltda.	Inversiones 957 SpA.	12,74%
Benjamín Varela Silva	18.636.908-4			
Pedro Varela Silva	19.244.895-6			
Beatriz Varela Silva	20.445.988-6			
Robert Sommerhoff Hyde	7.456.061-K	Inversiones y Asesorías La Pradera Ltda.	Inversiones 957 SpA.	5,76%
Marcos Retamal Muñoz	14.268.425-K	Inversiones e Inmobiliaria Santa Solange Ltda.	Inversiones 957 SpA.	5,55%
Valentina Barros Sanfuentes	17.704.544-6			
Isidora Barros Sanfuentes	18.395.654-k	Inversiones Carpe Vitam Ltda.	Inversiones 957 SpA.	1,30%
Irene María Sanfuentes Astaburuaga	9.907.678-k			
José Miguel Barros Van Hovell Tot Westerfler	9.910.295-0	Persona Natural	Inversiones 957 SpA.	1,30%
José Miguel Barros Franco	1.850.313-1	Persona Natural	Inversiones 957 SpA.	0,98%
Alfredo Hasbun Hirmas	5.817.483-1	Persona Natural	Inversiones 957 SpA.	0,84%
Francisco Anwar Hasbun Hirmas	6.370.180-7			
Ricardo Hasbun Hirmas	6.061.188-2	Inversiones Frasier Ltda.	Inversiones 957 SpA.	0,84%
Felipe Errázuriz Amenábar	12.062.410-5	Asesorías e Inversiones Cadofe Ltda.	Inversiones 957 SpA.	0,55%
Irene María Sanfuentes Astaburuaga	9.907.678-k	Persona Natural	Inversiones 957 SpA.	0,32%
TOTAL				100,00%

Fuente: Memoria 2016 Moller.

Nombre de la Empresa	Corpovael SAB de CV
Ticker o Nemotécnico	CADUA MM (México stock exchange) CPL GR (Alemania) CADUAEUR EU (European composite)
Clase de Acción	Acciones comunes
Derechos de cada Clase	Mismos derechos a votos y patrimoniales
Mercado donde Transa sus acciones	Mercado de México, Alemania, Europa Compoasite.
Descripción de la Empresa	Empresa inmobiliaria, construye, diseña, promociona y vende casas para los segmentos de bajo y medio ingresos en México.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Inmobiliaria y construcción
Negocios en que se encuentra	Construcción e Inmobiliario integrada en México

Corpovael (CADU Inmobiliaria) es un grupo empresarial líder en México dedicado al desarrollo integrado de vivienda de interés social, media y media-residencial. Con una trayectoria de más de una década en el sector vivienda, ha fundado su modelo de negocios a través de ventajas competitivas con una estructura ágil y verticalmente integrada, desarrollando actividades de adquisición de terrenos, urbanización, edificación y comercialización, en lugares con alta demanda potencial. Opera, principalmente, en Quintana Roo, Valle de México y Jalisco.

El grupo controlador posee un 67% de las acciones:

Tabla 5 – Distribución de accionistas Corpovael

Accionista	Acciones	%
Grupo de Control	229,737,446	67,00%
Público Inversionista	112,285,528	33,00%
Total	342,022,974	100.00%

Fuente: ri.caduinmobiliaria.com

CADU registró en el 3T2017 una utilidad neta de MX\$ 206 millones, lo que representa un crecimiento de 42,1%, comparado con el mismo período de 2016. El margen neto pasó de 14,3% en el 3T16 a 16.0% en el 3T17. En el 3T2017 obtuvo un EBITDA de MX\$308 millones incrementándose 40,9% respecto a los MX\$219 millones del 3T16. El margen EBITDA del 3T17 se ubicó en 23,9%, versus el 21,5% del 3T16. Finalmente, en el 3T17 los ingresos provenientes de la escrituración de vivienda media-residencial representaron el 23,5% del total de ingresos por vivienda, lo que representa un 150% de crecimiento en relación con el mismo periodo de 2016.¹⁰

¹⁰ Presentación de Resultados 3T17 Empresa CADU,

Nombre de la Empresa	MRV Engenharia e Participacoes SA
Ticker o Nemotécnico	MRVE3 BZ (Brasil) MRVNY US (EE.UU.) 6ENA GR (Alemania)
Clase de Acción	MRVE3 BZ Común MRVNY US ADR 6ENA GR ADR
Mercado donde Transa sus acciones	Mercado de Brasil, E.E.U.U., y Alemania.
Descripción de la Empresa	Planifica, Construye y comercializa inmuebles. Opera en Minas Gerais, Sao Paulo, Paraná, Santa Catarina y rio de Janeiro y en las cercanías de Brasilia.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Inmobiliaria y construcción
Negocios en que se encuentra	Construcción e inmobiliario integrado en Brasil

MRV es considerada una de las mayores empresas inmobiliarias en Brasil. Con foco en segmentos de viviendas asequibles. Con presencia en el mercado por más de 40 años, enfocado en la innovación y la sustentabilidad.

En el pasado contaba con tres líneas de viviendas: Parque, Spazio y Village, las cuales se descontinuaron debido a que su tamaño no permitía las ideas e innovaciones deseadas. Las nuevas líneas que actualmente presenta MRV son ECO, BIO y Premium. La línea ECO, propone construcción inteligente al precio más asequible, combinando diseño contemporáneo, confort y mejor relación calidad-precio. La línea BIO, mejora el nivel de confort y bienestar de valores intermedios. Finalmente, la línea PREMIUM, es exclusiva, diseñada caso a caso.

El EBITDA de la compañía en el 3T17 (R\$ 273 millones) creció un 65,9% con respecto al mismo periodo del año anterior (R\$ 161 millones) y la utilidad neta creció un 34,8% desde R\$ 150 millones a R\$ 202 millones. Acumulado el 3T17 el EBITDA fue de

R\$ 623 millones vs R\$473 millones el 3T16 y la utilidad neta de R\$ 473 millones vs R\$ 415 millones. Con ventas por R\$3.388 millones versus R\$ 3.183 millones. Margen Ebitda el 3T17 de 18% y acumulado 18,4%.

Los 10 principales accionistas son los siguientes:

Tabla 6 – Principales accionistas MRV

Principales Accionistas	Participación	Acumulado
TEXEIRA DE S RUBENS MENIN	33,60%	33,60%
ORBIS ALLAN GRAY LTD	11,58%	45,18%
PRUDENTIAL PLC	5,07%	50,25%
WINDACRE PARTNERSHIP LLC	3,66%	53,91%
DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP	3,05%	56,96%
BLACKROCK	2,44%	59,40%
VANGUARD GROUP	2,17%	61,57%
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP INC	1,30%	62,87%
ITAU UNIBANCO HOLDING SA	0,98%	63,85%
BANCO BRADESCO SA	0,96%	64,81%

Fuente: Bloomberg

Nombre de la Empresa	Consortio ARA SAB de CV
Ticker o Nemotécnico	ARA* MM (México) 4GJ GR (Alemania) CNRFF US (EE.UU.)
Clase de Acción	Acciones ordinarias y nominativas. El capital social de la Compañía está representado por 1,312,847,496 acciones.
Mercado donde Transa sus acciones	Mercado de México, Alemania y E.E.U.U.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Inmobiliaria y construcción
Negocios en que se encuentra	Inmobiliario integrado en México

Consortio ARA, S. A. B. de C. V. y Subsidiarias es una empresa dedicada a la construcción y comercialización de vivienda de interés social, de tipo medio y residencial. Con foco en crear comunidades, también llevan a cabo la infraestructura, urbanización y equipamiento de sus conjuntos habitacionales, además de construir y operar siete centros comerciales como complemento para sus desarrollos. La construcción de sus proyectos habitacionales la hace a través de contratación de servicios de construcción por medio de contratos de obra. Desde 1996, que se convirtió en empresa pública, se ha caracterizado por tener una oferta diversificada de productos. Cuenta con más de 40 años de experiencia en la construcción y comercialización de viviendas. Actualmente tiene presencia en 16 estados, 19 ciudades, 33 municipios y 48 desarrollos.

La estructura accionaria de Consortio ARA, S.A.B. de C.V. al 26 de abril de 2017, es:



Ilustración 12 – Distribución de accionistas Consortio ARA

Fuente: www.consortioara.com.mx

Los ingresos del 3T17 fueron de MX\$2.226,4 mill. y tuvieron un crecimiento de 13,6%, en comparación con el mismo periodo del año anterior. El resultado operacional fue de MX\$290,1 mill. con un incremento del 29,7%, y un margen de operación de 13% que fue superior en 160pb al del 3T16. Por su parte, el EBITDA ascendió a MX\$332,4 millones y tuvo un incremento de 19,7%, con un margen de EBITDA del 14,9%, 70pb más alto que el correspondiente al tercer trimestre del año anterior. Por su parte, en el 3T17 la utilidad neta sumó los MX\$332,4 millones con un crecimiento del 84,2%, debido tanto a la mejora en la utilidad operacional como a un ajuste en los impuestos. El margen neto fue 14,5% y se compara con un 8,9% del tercer trimestre de 2016.

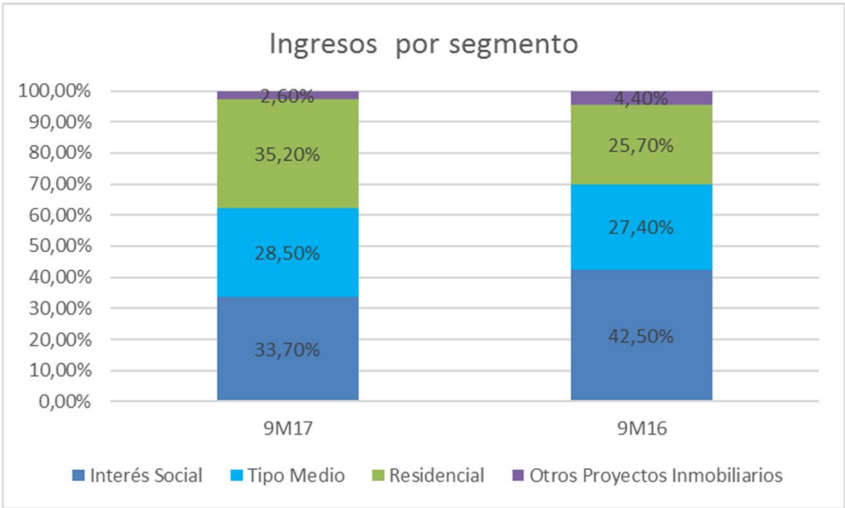


Ilustración 13 – Ingresos por segmento Consorcio ARA

Fuente: Presentación Corporativa noviembre 2017

Capítulo 3: ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

3.1 Deuda Financiera de la Empresa:

Para el cálculo de la deuda financiera, se agrupan las cuentas de pasivo que generan intereses.

Tabla 7 – Composición deuda financiera Socovesa

DEUDA FINANCIERA UF	2013	2014	2015	2016	2017*
	UF	UF	UF	UF	UF
Otros pasivos financieros, corrientes					
Préstamos bancarios	20.389.115	17.007.869	13.907.286	14.544.922	14.393.090
Instrumentos derivados	496.022	50.833	419.029	734.913	654.936
Factoring	24.282	550.262	163.130	449.573	442.056
Arrendamiento financiero	19.735	3.287	1.230	-	-
TOTAL OTROS PASIVOS FINANCIEROS, CORRIENTES	20.929.155	17.612.252	14.490.675	15.729.408	15.490.083
Otros pasivos financieros, no corrientes					
Préstamos bancarios	-	972.325	1.420.274	78.784	-
Arrendamiento financiero	31.281	998	-	-	-
TOTAL OTROS PASIVOS FINANCIEROS, NO CORRIENTES	31.281	973.323	1.420.274	78.784	-
TOTAL OTROS PASIVOS FINANCIEROS, CORRIENTES Y NO CORRIENTES	20.960.435	18.585.574	15.910.949	15.808.192	15.490.083

*al 30 de septiembre.

3.2 Patrimonio Económico de la empresa:

Para el cálculo del patrimonio económico, se considera el valor de la acción y valor de UF del día hábil siguiente al de la fecha de publicación de los estados financieros.

Tabla 8 – Patrimonio económico Socovesa

PATRIMONIO ECONÓMICO	2013	2014	2015	2016	2017*
Número de acciones suscritas y pagadas	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691
Precio de la acción al cierre (\$)	\$123	\$155	\$136	\$240	\$401
Patrimonio económico (M\$)	150.544.090	189.710.032	166.455.254	293.744.566	490.443.271
Valor de UF al cierre	\$23.622,17	\$24.632,29	\$25.779,65	\$26.448,06	\$26.661,92
Patrimonio económico (UF)	6.373.000	7.701.681	6.456.847	11.106.469	18.394.897

*al 30 de septiembre.

3.3 Estructura de Capital Objetivo:

Para el cálculo de la estructura de capital objetivo, utilizaremos el promedio de los últimos cinco años.

Tabla 9 – Estructura de capital objetivo Socovesa

	2013	2014	2015	2016	2017*	PROMEDIO
B/V	0,77	0,71	0,71	0,59	0,46	0,65
P/V	0,23	0,29	0,29	0,41	0,54	0,35
B/P	3,29	2,41	2,46	1,42	0,84	1,82

*al 30 de septiembre.

Capítulo 4: ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

A continuación, se muestra un cuadro resumen de los betas patrimoniales con deuda de la compañía. Calculados con respecto al IPGA, con datos de dos años semanales a la fecha de publicación de los estados financieros en cada período.

Tabla 10 – Estimación beta de la acción Socovesa

	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	2,390	1,311	0,532	0,478	0,728
p-value (significancia)	0,000000	0,000023	0,111067	0,106952	0,013933
Presencia Bursátil (%)*	79,44	39,44	36,67	45,56	67,22

* al 30 de septiembre

Capítulo 5: ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 Costo de la deuda (k_b)

Socovesa, no tiene bonos emitidos, por lo tanto, para definir el K_b , se utilizará la tasa del préstamo bancario más largo que posee la compañía, que fue comparado con el proxy entre gasto financiero y deuda financiera donde la tasa es más alta producto del alto costo en años anteriores, además contiene préstamos en pesos y UF. Este préstamo está en pesos, por lo que se procederá a convertir la tasa nominal en tasa real:

$$1 + I_{real} = \frac{1 + I_{nominal}}{1 + \pi}$$

$$I_{real} = \frac{1 + 5,916\%}{1 + 1,7\%} - 1$$

$$I_{real} = 4,15\%$$

Tabla 11 – Estimación tasa costo deuda nominal Socovesa

	2013	2014	2015	2016	2017*	Media Arm.
Deuda financiera UF	20.960.435	18.585.574	15.910.949	15.808.192	15.490.083	
Costo financiero en resultado UF	817.537	866.164	696.650	487.268	327.682	
Costo financiero activado UF	606.546	616.017	362.345	332.801	157.725	
Costo financiero total UF	1.424.083	1.482.181	1.058.994	820.069	647.209	
Cto Finan./Deuda finan.	6,79%	7,97%	6,66%	5,19%	4,18%	5,85%

5.2 Beta de la deuda (β_b)

Para calcular el Beta de la deuda se utilizará el modelo CAPM y la tasa de costo de la deuda, considerando un premio por riesgo de mercado de 6.06%¹¹ y una tasa libre de riesgo de 1,99%¹².

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

$$4,15\% = 1,99\% + \beta_b * [6,06\%]$$

$$\beta_b = 0,356$$

¹¹ Estimación de Damodaran a julio 2017

¹² BCU al 30 de septiembre 2017

5.3 Beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$)

El Beta Patrimonial con deuda que se utilizará será es calculado a la fecha de publicación de los estados financieros emitidos al 30 de septiembre de 2017 con datos de dos años semanales.

$$\beta_p^{C/D} = 0,728$$

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

Como la deuda de la empresa es riesgosa, se utilizará la Fórmula de Rubinstein para des apalancar, considerando los datos promedio de los últimos dos años de estructura de capital y tasa de impuestos, para calcular el Beta.

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

$$0,728 = \beta_p^{S/D} * (1 + (1 - 24,75\%) * 1,11) - 0,356 * (1 - 24,75\%) * 1,11$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,559$$

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

A continuación, se apalancará el beta patrimonial sin deuda calculado en el punto anterior, con la estructura de capital objetivo y la tasa de impuestos de largo plazo.

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

$$\beta_p^{C/D*} = 0,559 * (1 + (1 - 27\%) * 1,82) - 0,356 * (1 - 27\%) * 1,82$$

$$\beta_p^{C/D*} = 0,830$$

5.6 Costo patrimonial (k_p)

Con los datos recabados en los puntos anteriores, a través del modelo CAPM se estimará la tasa de costo patrimonial, considerando el beta patrimonial calculado con la estructura de capital objetivo y la tasa impositiva de largo plazo. Además, se agregará un premio por iliquidez (L), dada la baja presencia bursátil de la acción.

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

$$K_p = 1,99\% + 0,830 * [6,06\%] + 2,5\%$$

$$K_p = 9,52\%$$

5.7 Costo de capital (k_0)

Con todos los datos calculados, ahora se utilizará la fórmula de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) para determinar el costo de capital, con la estructura de capital objetivo y la tasa impositiva de largo plazo:

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

$$K_0 = 9,52\% * 0,35 + 4,15\% * (1 - 27\%) * 0,65$$

$$K_0 = 5,33\%$$

Capítulo 6: PROYECCIÓN DEL EERR

Para realizar la proyección del Estado de Resultados de la empresa, primero se hará un análisis de las principales partidas que lo componen, luego se detallarán los supuestos determinados y se realizarán las proyecciones de cada partida, para finalmente proyectar el Estado de Resultados completo.

6.1 Análisis de crecimiento

6.1.1 Crecimiento Socovesa

Los ingresos de la compañía desde el año 2016 provienen sólo del negocio inmobiliario, a pesar, que legalmente aún existe el área de ingeniería y construcción, ésta sólo continúa debido a juicios que el área mantiene pendientes, pero ya no tiene proyectos en carpeta.

El crecimiento real de la compañía se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 12 – Tasas de crecimiento porcentual anuales de Socovesa

	2013	2014	2015	2016	Sep 2017*
Crecimiento Ingresos	-6,5%	18,2%	-11,5%	-8,1%	4,9%

*Variación 9 meses 2017 vs 9 meses 2016

Se puede observar en la siguiente ilustración, que los ingresos de la compañía tienen un comportamiento cíclico durante el año. El último trimestre es el que recibe el mayor porcentaje de ingreso del año.

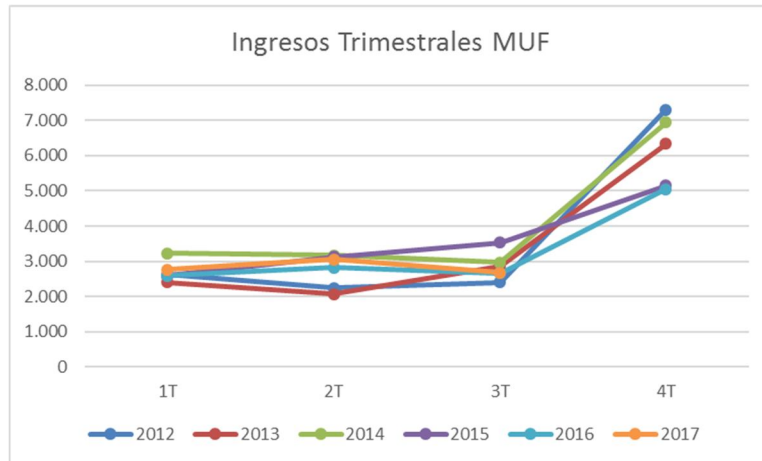


Ilustración 14 – Gráfico de ingresos por trimestre últimos años Socovesa.

Lo mencionado anteriormente, se visualiza también al observar la composición de cada trimestre en los ingresos totales, reflejado en la siguiente ilustración.

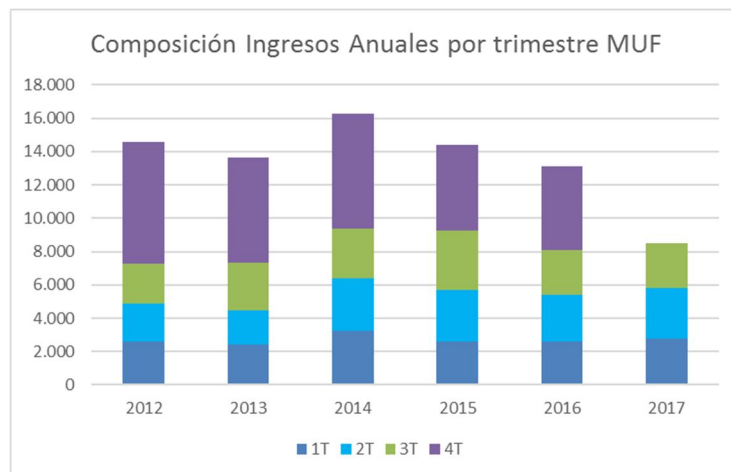


Ilustración 15 – Composición de ingresos anuales por trimestres de Socovesa

6.1.2 Crecimiento industria

A continuación, se muestra una tabla con los crecimientos anuales del PIB real total y de la construcción en Chile.

Tabla 13 – Crecimiento anual de PIB Construcción y PIB.

	2013	2014	2015	2016	Sep 2017*
PIB Construcción	5,0%	-1,9%	3,9%	2,5%	-3,8%
PIB TOTAL	4,0%	1,9%	2,3%	1,6%	1,1%

*Variación 9 meses 2017 vs 9 meses 2016

En la siguiente ilustración, se muestra la evolución del PIB total vs el PIB de la construcción, evidenciando una tendencia relacionada positivamente.

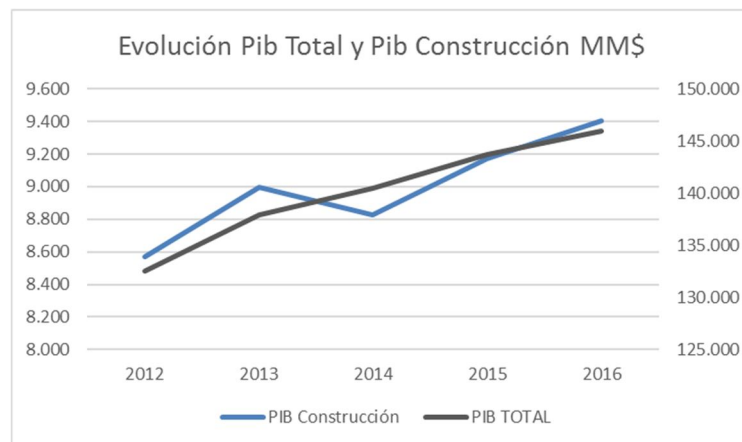


Ilustración 16 – Evolución PIB y PIB Construcción.

6.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2017 al 2021.

Según el IPoM de septiembre 2017 del Banco Central de Chile, el crecimiento del PIB real del 2017 esperado para Chile sería de 1,4% y para 2018 estaría en un rango de 2,5%-3,5%. Por otro lado, según los documentos Anexos al IPoM de septiembre 2017, en el informe “Crecimiento tendencial: proyección de mediano plazo y análisis de sus

determinantes” el PIB tendencial¹³ estimado para los próximos 10 años es de 3,2%, con un rango entre 2,8% y 3,6%, esto dependerá de cómo se materialicen los distintos escenarios de sensibilidad de la estimación¹⁴.

Por el lado de la encuesta de expectativas económicas del Banco Central de septiembre 2017, la estimación para el año 2017 fue de 1,5%, luego en encuesta de enero y febrero 2018, la estimación para el PIB del año 2018 arrojó un 3,2% y un 3,5% para el año 2019.

Tabla 14 – Estimaciones PIB futuros.

Estimaciones PIB	2017	2018	2019	Largo plazo
Banco Central	1,40%	2,5%-3,5%		3,20%
Encuesta Exp. Económicas BCCh	1,50%	3,20%	3,50%	
Bloomberg	1,60%	2,70%	3,00%	
CitiBank	1,60%	3,20%	2,00%	

Por otro lado, las estimaciones de la compañía¹⁵ para los años 2017, 2018 y 2019, son las siguientes:

Tabla 15 – Proyección de ventas futuras Socovesa.

Proyecciones Ingresos Compañía	2017	2018	2019
Ingresos MMUF	14,5	11	15
Crecimiento	13%	-24%	36%

¹³ * PIB tendencial: Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los shocks que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos

¹⁴ Capítulo II. Documentos Anexos de las minutas citadas en el IPoM de septiembre 2017

“Crecimiento tendencial: proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes. Septiembre 2017”

¹⁵ Presentación resultados tercer trimestre 2017 www.empresassocovesa.cl.

6.2 Análisis de costos de operación

Los costos de operación que según clasificación IFRS en empresas Socovesa son los costos de venta y gastos de administración.

6.2.1 Costos de venta:

Corresponde a todos los costos directamente relacionados con la producción de los bienes inmuebles producidos que son vendidos durante el periodo analizado. En este ítem se puede encontrar terrenos, urbanizaciones, inventarios, pago de remuneraciones, subcontratos, suministros, insumos, depreciación, costo financiero, entre los principales. En su mayoría, estos costos son variables y dependen principalmente de las unidades vendidas.

Tabla 16 – Apertura de costo de venta Socovesa.

DETALLE DE COSTO DE VENTA	2013 UF	2014 UF	2015 UF	2016 UF	2017* UF
Costo de Venta	10.020.977	11.240.606	9.585.407	8.800.081	5.823.855
Depreciación	48.680	39.615	35.655	38.149	31.632
Costo financiero activado	423.931	577.336	424.590	318.206	188.730
Costo de Venta Total	10.493.588	11.857.557	10.045.652	9.156.436	6.044.217
Costo de Venta (Neto de Dep.)	10.444.908	11.817.942	10.009.997	9.118.287	6.012.585

*al 30 de septiembre.

6.2.2 Gastos de administración:

Corresponde a aquellos costos que no son relacionados directamente con los bienes inmuebles producidos, y se generan principalmente por la administración de la sociedad y comercialización de productos. Se componen principalmente por las remuneraciones de la administración, los gastos de comercialización, gastos generales, gastos de mantención de stock, honorarios de administración, contribuciones, depreciación, amortización de intangibles y donaciones. Estos gastos se comportan de forma lineal y son principalmente fijos no relacionados con las unidades vendidas.

Tabla 17 – Apertura de gasto de administración Socovesa.

DETALLE DE GASTO DE ADMINISTRACIÓN	2013 UF	2014 UF	2015 UF	2016 UF	2017* UF
Remuneraciones de administración	879.613	921.448	902.159	859.085	633.362
Gastos de comercialización	176.025	238.000	271.388	293.625	231.471
Gastos generales	185.111	161.246	196.582	171.914	124.079
Gastos de mantención stock	96.191	141.166	144.364	137.924	126.915
Honorarios de administración	99.365	139.944	115.534	110.800	82.561
Contribuciones	108.716	100.306	106.251	79.538	56.081
Depreciaciones	23.408	23.735	29.043	18.599	12.489
Amortización intangibles	6.292	6.405	27.335	10.755	7.217
Donaciones	5.260	1.700	2.609	1.594	1.261
Gasto de Administración Total	1.579.981	1.733.949	1.795.263	1.683.835	1.275.436
Gasto de Administración (Neto de DyA)	1.550.281	1.703.809	1.738.886	1.654.481	1.255.730

*al 30 de septiembre.

6.3 Análisis de cuentas no operacionales

En el siguiente recuadro, se identificará en las cuentas no operacionales, cuales son de carácter recurrente y las no recurrentes:

Tabla 18 – Apertura de cuentas no operacionales Socovesa.

ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES	2013 UF	2014 UF	2015 UF	2016 UF	2017* UF	CUENTA TIPO
Otros ingresos, por función	159.289	111.630	193.075	311.166	23.088	Recurrente
Otros gastos, por función	49.353	187.507	463.422	54.780	22.869	Recurrente
Ingresos financieros	45.190	51.282	48.820	42.719	17.550	Recurrente
Costos financieros	817.537	866.164	696.650	487.268	327.682	Recurrente
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	5.174	- 28.447	- 10.631	62.188	24.136	No Recurrente
Diferencias de cambios	6	63	- 315	620	25	No Recurrente
Resultados por unidad de reajuste	24.965	84.338	62.942	24.668	21.121	Recurrente

*al 30 de septiembre.

Las cuentas no operacionales que no son recurrentes son la cuenta: “Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación” y la cuenta “Diferencias de cambio”, dada su irregularidad durante los últimos años.

6.4 Análisis de activos

A continuación, se clasificarán los activos de la empresa en aquellos que son operacionales y no operacionales al 30 de septiembre de 2017. Para ello se considerará que los activos operacionales son aquellos relacionados con el negocio principal de la compañía, y los no operacionales son aquellos activos financieros y/o aquellos dedicados a otra actividad:

Tabla 19 – Apertura de activos corrientes Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS CORRIENTES	2017* UF	CUENTA TIPO
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	315.605	No Operacional
Otros activos financieros, corrientes	60.081	No Operacional
Otros activos no financieros, corrientes	70.278	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	2.949.246	Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	16.685	No Operacional
Inventarios	10.561.100	Operacional
Activos biológicos, corrientes	7.553	No Operacional
Activos por impuestos, corrientes	1.230.855	No Operacional
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	15.211.402	

*al 30 de septiembre.

Tabla 20 – Apertura de activos no corrientes Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS NO CORRIENTES	2017* UF	CUENTA TIPO
Otros activos financieros, no corrientes	107.555	No Operacional
Derechos por cobrar, no corrientes	364.651	Operacional
Inventarios, no corrientes	5.637.346	Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	82.628	No Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2.222.766	Operacional
Plusvalía	483.945	No Operacional
Propiedades, Planta y Equipo	694.268	Operacional
Activos por impuestos, no corrientes	273.392	No Operacional
Activos biológicos, no corrientes	41.792	No Operacional
Propiedad de inversión	6.196.154	Operacional
Activos por impuestos diferidos	1.278.058	No Operacional
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	17.382.555	

*al 30 de septiembre.

Para el caso de los activos no operacionales, se explicará en qué consisten o de qué se componen, para comprender su clasificación:

Efectivo y Equivalentes al Efectivo: Esta cuenta está compuesta por el efectivo en caja, saldos en bancos, inversiones de excedentes de caja en fondos mutuos o depósitos a plazo.

Tabla 21 - Apertura de activos corrientes 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS CORRIENTES		2017* UF	CUENTA TIPO
	Efectivo en caja	8.442	
	Saldos en bancos	100.844	
	Fondos mutuos	206.318	
	Depósitos a plazo a corto plazo	-	
Efectivo y Equivalentes al Efectivo		315.605	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Otros activos financieros, corrientes: Esta cuenta está compuesta por pagarés de agua de aportes financieros reembolsables, depósitos a plazo y por instrumentos derivados.

Tabla 22 – Apertura de activos corrientes 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS CORRIENTES		2017* UF	CUENTA TIPO
	Pagarés	17.424	
	Déposito a Plazo	26.411	
	Intrumentos Derivados	16.245	
	Otros Instrumentos	-	
Otros activos financieros, corrientes		60.081	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes: se compone por cuentas por cobrar a sociedades que tienen relación con algún director, que tiene relación de accionistas comunes en filial o alguna empresa asociada, producto de facturas de servicios, traspasos de fondos o préstamos.

Tabla 23 – Apertura de cuentas por cobrar E.E.R.R. 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS CORRIENTES	2017* UF	CUENTA TIPO
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	16.685	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Activos biológicos, corrientes: En esta cuenta se encuentran las plantaciones de vides en formación y alfalfa.

Tabla 24 – Apertura de activos biológicos 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS CORRIENTES	2017* UF	CUENTA TIPO
Activos biológicos, corrientes	7.553	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Activos por impuestos, corrientes: Esta cuenta contiene los créditos fiscales principalmente el IVA crédito fiscal y pagos provisionales mensuales.

Tabla 25 – Apertura de activos por impuestos 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS CORRIENTES	2017* UF	CUENTA TIPO
Impuestos por recuperar de años anteriores	94.095	No Operacional
Pagos provisionales mensuales	327.798	
Crédito por gastos de capacitación	3.467	
Crédito por donaciones	936	
Crédito de activo fijo	62	
Otros impuestos por aplicar (a la renta)	-	
Beneficio Ley Austral N° 19.606	290.129	
Iva crédito fiscal y Crédito impuesto específico petróleo	990.075	
Crédito especial constructoras por aplicar	54.271	
Impuestos por recuperar año actual	1.666.739	
Impuestos por recuperar aplicados contra impuesto a la renta	- 256.588	
Impuestos por recuperar, parte no corriente	- 273.392	
Activos por impuestos, corrientes	1.230.855	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Otros activos financieros, no corrientes: Esta cuenta está compuesta por pagarés de agua de aportes financieros reembolsables y otros instrumentos.

Tabla 26 – Apertura de otros activos financieros 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS NO CORRIENTES		2017*	CUENTA TIPO
		UF	
	Pagarés	107.385	
	Déposito a Plazo	-	
	Intrumentos Derivados	-	
	Otros Instrumentos	170	
Otros activos financieros, no corrientes		107.555	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: Esta cuenta contiene la participación en resultados por inversiones en asociadas en Chile a través de Inversiones Santa Sofia S.A. y en Argentina a través de Inversiones Los Andes S.A.

Tabla 27 – Apertura de Inv. Contab. Por método de participación 3T17 Socovesa

ANÁLISIS DE ACTIVOS NO CORRIENTES		2017*	CUENTA TIPO
		UF	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación		82.628	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Plusvalía: Se compone por la plusvalía originada al momento de comprar la marca “Almagro”.

Tabla 28 - Apertura de plusvalía 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS NO CORRIENTES		2017*	CUENTA TIPO
		UF	
Plusvalía		483.945	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Activos por impuestos, no corrientes: Esta cuenta contiene los créditos fiscales no corrientes, principalmente el beneficio de ley austral n° 19.606.

Tabla 29 – Apertura de activos por impuestos 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS NO CORRIENTES	2017*	CUENTA
	UF	TIPO
Activos por impuestos, no corrientes	273.392	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Activos biológicos, no corrientes: En esta cuenta se encuentran las plantaciones de vides en formación.

Tabla 30 – Apertura de activos biológicos 3T17 Socovesa

ANÁLISIS DE ACTIVOS NO CORRIENTES	2017*	CUENTA
	UF	TIPO
Activos biológicos, no corrientes	41.792	No Operacional

*al 30 de septiembre.

Activos por impuestos diferidos: Esta cuenta contiene los saldos a favor de activos diferidos, producto principalmente en lo relativo a pérdidas, existencias y provisiones. La recuperación de estos saldos requiere la obtención de utilidades tributarias suficientes en el futuro.

Tabla 31 – Apertura de activos por impuestos diferidos 3T17 Socovesa.

ANÁLISIS DE ACTIVOS NO CORRIENTES	2017*	CUENTA
	UF	TIPO
Activos por impuestos diferido relativos a provisiones	128.409	
Activos por impuestos diferido relativos a provisiones incobrables	32.823	
Activos por impuestos diferido relativos a provisión vacaciones	13.058	
Activos por impuestos diferido relativo a existencias	514.308	
Activos por impuestos diferido relativos a pérdidas fiscales	757.673	
Activos por impuestos diferido relativos a otros	34.432	
Total Activo por impuestos diferidos antes de compensación	1.480.703	
Compensación impuestos diferidos -	202.646	No Operacional
Activos por impuestos diferidos	1.278.058	

*al 30 de septiembre.

6.5 Proyecciones

6.5.1 Proyección de ingresos de operación

Para los tres primeros años, se usará la estimación de la propia compañía, que considera el banco de proyectos y las expectativas económicas positivas. Para los años siguientes la estimación del PIB de largo plazo del Banco Central de Chile, que es el criterio más conservador. Todo lo anterior dada la madurez que ha alcanzado la compañía, y su estrategia de maximización de márgenes por sobre volumen de ventas.

Tabla 32 – Proyección de ingresos anuales Socovesa.

Proyección Ingreso de Operaciones

	2017	2018	2019	2020	2021
	Estimación Compañía			Estimación PIB	
Tasa de Crecimiento Proyectada	11,2%	-24,1%	36,4%	3,2%	3,2%
	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	14.500.000	11.000.000	15.000.000	15.450.000	15.913.500

6.5.2 Proyección de costos de venta

Los costos de venta son la partida que cuenta con menos información dentro de los estados financieros, para este caso, se ha revisado el comportamiento histórico, y se denota claramente que corresponde a un costo variable directamente relacionado con los ingresos de operación. Dado que el grupo de empresas Socovesa viene realizando reestructuraciones internas, y cerró completamente la puerta al segmento Ingeniería y construcción para poder concentrarse en el negocio inmobiliario, además de los cambios en su estrategia de crecimiento y equilibrios inmobiliarios que comenzaron a dar resultados a contar del año 2015 en adelante, es por ello, que se considerará desde ese año en adelante para poder establecer parámetros de costo.

De esta forma, los costos de venta se proyectarán para el último trimestre de forma lineal respecto a los primeros nueve meses del año 2017, y posteriormente se

utilizará el promedio de los últimos tres años (2015, 2016 y 2017) para proyectar el porcentaje de costo hasta el año 2020.

Tabla 33 - Proyección de costo de ventas anual Socovesa.

Proyección Costo de ventas

	2015	2016	3T17	Promedio
Tasa de Costo de Venta	70,82%	70,23%	71,32%	70,79%

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	- 10.341.987	- 7.786.859	-10.618.444	-10.936.997	-11.265.107

6.5.3 Proyección de gastos de administración

Los gastos de administración contienen más información respecto a su composición, dentro de la cual se encuentran gastos variables y gastos fijos. Se aplicará el mismo criterio dado los cambios antes indicados, considerando desde el año 2015 en adelante, proyectando en forma lineal el gasto fijo y proporcional el gasto variable. El gasto variable, representa durante los últimos tres años un porcentaje promedio del 40% del total de gasto de administración, lo que equivale a un 5,6% de los ingresos de actividades ordinarias como promedio de estos últimos tres años. De esta forma se proyecta el gasto fijo promedio de los últimos tres años hasta el año 2020, y la parte variable representativa del 5,6% de los ingresos hasta el año 2020.

Tabla 34 – Proyección de gasto de administración anual Socovesa.

Proyección Gasto de administración

	2015	2016	2017P	Promedio
Gto. Adm. Variable (% sobre los Ingresos)	5,07%	5,24%	6,36%	5,55%

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección Gto. Adm. Variable (UF)	- 767.703	- 610.836	- 832.959	- 857.947	- 883.686

	2015	2016	2017P	Promedio
Gto. Adm. Fijo (UF)	- 1.076.679	- 1.000.833	- 982.520	- 1.020.011

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección Gto. Adm. Fijo (UF)	- 951.561	- 951.561	- 951.561	- 951.561	- 951.561
Dep. y Amort. Proy. (UF)	- 68.450	- 68.450	- 68.450	- 68.450	- 68.450

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección Gto. Adm. Total (UF)	- 1.787.714	- 1.630.847	- 1.852.970	- 1.877.958	- 1.903.697

6.5.4 Proyección de resultado no operacional

Las cuentas de resultado no operacional se proyectarán aplicando el mismo criterio, considerando desde el año 2015 en adelante, y con criterio conservador aplicando promedio de los últimos tres años.

Otros ingresos por función, cuenta recurrente que se proyecta como promedio de los años 2015 a 2017, para los años 2018 a 2020. Para el último trimestre de 2017 se proyectarán las “asesorías y servicios prestados” según promedio de 2015 y 2016, que son el componente principal de esta cuenta.

Tabla 35 – Proyección de otros ingresos anuales Socovesa.

Otros ingresos, por función

	2015	2016	2017P	Promedio
Otros ingresos, por función (UF)	193.075	311.166	194.638	232.959

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	194.638	232.959	232.959	232.959	232.959

Otros gastos por función, cuenta recurrente que se proyecta como promedio de los años 2015 a 2017, para los años 2018 a 2020. Para el último trimestre de 2017 se proyecta lineal.

Tabla 36 – Proyección de otros gastos anuales Socovesa.

Otros gastos, por función

	2015	2016	2017P	Promedio
Otros gastos, por función (UF)	- 463.422	- 54.780	- 30.491	- 182.898

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	- 30.491	- 182.898	- 182.898	- 182.898	- 182.898

Ingresos Financieros, cuenta recurrente que se proyecta como promedio de los años 2015 a 2017, para los años 2018 a 2020. Para el último trimestre de 2017 se proyecta lineal.

Tabla 37 – Proyección de ingresos financieros anuales Socovesa.

Ingresos financieros					
	2015	2016	2017P	Promedio	
Ingresos financieros (UF)	48.820	42.719	23.400	38.313	
	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	23.400	38.313	38.313	38.313	38.313

Costos Financieros, cuenta recurrente que se proyecta como promedio de los años 2015 a 2017, para los años 2018 a 2020. Para el último trimestre de 2017 se proyecta lineal dado que las tasas se han mantenido históricamente bajas.

Tabla 38 - Proyección de costos financieros anuales Socovesa.

Costos financieros					
	2015	2016	2017P	Promedio	
Costos financieros (UF)	- 696.650	- 487.268	- 436.910	- 540.276	
	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	- 436.910	- 540.276	- 540.276	- 540.276	- 540.276

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, cuenta no recurrente, se proyecta conservando el valor fijo a septiembre de 2017, para los años 2017 a 2020.

Tabla 39 – Proyección de ganancias de asociadas anuales Socovesa.

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	24.136	24.136	24.136	24.136	24.136

Diferencias de cambio, cuenta no recurrente, se proyecta conservando el valor fijo a septiembre de 2017, para los años 2017 a 2020.

Tabla 40 – Proyección de diferencias de cambio anuales Socovesa.

Diferencias de cambio	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	25	25	25	25	25

Resultados por unidades de reajuste, cuenta recurrente que se proyecta como promedio de los años 2015 a 2017, para los años 2018 a 2020. Para el último trimestre de 2017 se proyecta lineal.

Tabla 41 – Proyección de resultados por unidad de reajuste anuales Socovesa.

Resultados por unidades de reajuste	2015	2016	2017P	Promedio
Resultados por unidades de	62.942	24.668	28.161	38.591

	2017	2018	2019	2020	2021
Proyección (UF)	28.161	38.591	38.591	38.591	38.591

6.5.5 Cálculo de ganancia antes de impuestos

A continuación, se expone el resultado del cálculo de ganancia antes de impuesto para los años proyectados desde 2017 a 2020.

Tabla 42 – Proyección de ganancia antes de impuestos anuales Socovesa.

	2017	2018	2019	2020	2021
Ganancia (pérdida), antes de impuestos (UF)	2.173.259	1.193.144	2.139.437	2.245.895	2.355.547

6.5.6 Cálculo de pago de impuestos

Para el cálculo de impuesto, se tomará como guía la Ley de Impuesto a la Renta, donde los impuestos de primera categoría para los años 2017 a 2020 son los siguientes:

Tabla 43 – Proyección de gasto por impuestos a las ganancias anuales Socovesa.

	2017	2018	2019	2020	2021
Tasa Impositiva	25,50%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%
Gasto por impuestos a las ganancias (UF)	- 554.181	- 322.149	- 577.648	- 606.392	- 635.998

Si bien a la fecha existen pérdidas acumuladas, éstas no podrán ser utilizadas hasta el término de los litigios vigentes que quedan del segmento Ingeniería y Construcción. Por ello se utilizarán las tasas futuras como criterio conservador.

6.5.7 Cálculo de ganancia o pérdida

A continuación, se exponen los cálculos de ganancia proyectados de la compañía para los años 2017 a 2020, dadas las condiciones favorables que presentan el mercado y la estrategia que ha adoptado la compañía.

Tabla 44 - Proyección de ganancia anual Socovesa.

	2017	2018	2019	2020	2021
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas (UF)	1.619.078	870.995	1.561.789	1.639.503	1.719.549

6.6 Cuadro de estados de resultados proyectados

En el siguiente recuadro se aprecia el estado de resultado proyectado para los años 2017 a 2020, con los supuestos antes indicados:

Tabla 45 – Proyección de estados de resultados anuales Socovesa.

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION

	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021 UF
Ingresos de actividades ordinarias	14.500.000	11.000.000	15.000.000	15.450.000	15.913.500
Costo de ventas	-10.341.987	-7.786.859	-10.618.444	-10.936.997	-11.265.107
Ganancia bruta	4.158.013	3.213.141	4.381.556	4.513.003	4.648.393
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0
Otros ingresos, por función	194.638	232.959	232.959	232.959	232.959
Costos de distribución		0	0	0	0
Gasto de administración	-1.719.264	-1.562.398	-1.784.520	-1.809.509	-1.835.247
Dep. y Amort. Proy. (UF)	-68.450	-68.450	-68.450	-68.450	-68.450
Otros gastos, por función	-30.491	-182.898	-182.898	-182.898	-182.898
Otras ganancias (pérdidas)	0	0	0	0	0
Ingresos financieros	23.400	38.313	38.313	38.313	38.313
Costos financieros	-436.910	-540.276	-540.276	-540.276	-540.276
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	24.136	24.136	24.136	24.136	24.136
Diferencias de cambio	25	25	25	25	25
Resultados por unidades de reajuste	28.161	38.591	38.591	38.591	38.591
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.173.259	1.193.144	2.139.437	2.245.895	2.355.547
Gasto por impuestos a las ganancias	-554.181	-322.149	-577.648	-606.392	-635.998
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.619.078	870.995	1.561.789	1.639.503	1.719.549
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	-	-	-	-	-

Capítulo 7: VALORACIÓN POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

7.1 Ajustes EE.RR. proyectado

7.1.1 Depreciación y amortización

Se proyectó en base a la depreciación y amortización al 30 de septiembre de 2017, de forma constante para todos los años futuros.

Tabla 46 – Proyección de DyA anual Socovesa.

Depreciación y Amortización	4T2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021 UF	2022 UF
Depreciación y Amortización Proyectada	17.112	68.450	68.450	68.450	68.450	68.450

7.1.2 Gastos financieros

Se proyectó en base a los gastos financieros promedio de los últimos dos años (2015 y 2016), de forma constante para todos los años futuros, y para el ajuste calculado después de impuestos.

7.1.3 Ingresos financieros

Se proyectó en base a los ingresos financieros promedio de los últimos dos años (2015 y 2016), de forma constante para todos los años futuros, y para el ajuste calculado después de impuestos.

7.1.4 Otros ingresos por función

Se proyectó en base al promedio de los últimos dos años (2015 y 2016), de forma constante para todos los años futuros, y para el ajuste calculado después de impuestos.

7.1.5 Otros gastos por función

Se proyectó en base al promedio de los últimos dos años (2015 y 2016), de forma constante para todos los años futuros, y para el ajuste calculado después de impuestos.

7.1.6 Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjunto que se contabilicen utilizando el método de la participación

Se proyectó en base al promedio de los últimos dos años (2015 y 2016), de forma constante para todos los años futuros, y para el ajuste calculado después de impuestos.

7.1.7 Diferencias de cambio

Se proyectó en base al promedio de los últimos dos años (2015 y 2016), de forma constante para todos los años futuros.

7.1.8 Resultados por unidades de reajuste

Se proyectó en base al promedio de los últimos dos años (2015 y 2016), de forma constante para todos los años futuros.

7.1.9 Inversión en reposición

Para este caso, se revisó el detalle de movimientos de propiedad planta y equipo durante los últimos cinco años, comparando las adiciones y la depreciación del mismo período con el fin de determinar un proxy, lo que nos dio una razón de inversión en reposición de 0,87 de la depreciación para cada año, lo que fue proyectado para el ajuste, excepto para el último flujo en que se iguala a la depreciación. Esta razón se aplicará para la depreciación y amortización, dado que no se cuenta con el detalle de la amortización de intangibles.

Tabla 47 – Proyección de inversión en reposición anual Socovesa.

Estimación de Inversión en Reposición	2013	2014	2015	2016	3T 2017
Movimientos	UF	UF	UF	UF	UF
Adiciones	64.763	43.900	49.009	47.089	41.493
Gasto por depreciación	69.169	61.765	60.928	53.090	41.374
Adiciones/Gasto por depreciación	0,94	0,71	0,80	0,89	1,00
Promedio Adiciones/Gasto por depreciación	0,87				

Estimación de Inversión en Reposición	4T2017	2018	2019	2020	2021	2022
	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Depreciación y amortización proyectada	17.112	68.450	68.450	68.450	68.450	68.450
Inversión en reposición proyectada	-14.858	-59.432	-59.432	-59.432	-59.432	-68.450

7.1.10 Nuevas inversiones

Para este caso, si bien, la compañía no tiene planes para futuras inversiones en Propiedad, Planta y Equipos, dada la naturaleza del negocio, se hace necesario que cuenten con inversiones en Propiedades de Inversión que corresponden a terrenos en los cuales desarrollarán proyectos dentro de los próximos dos años, y que forman parte principal de los activos no corrientes. Para estimar estas nuevas inversiones se analizó la razón entre activos no corrientes y ventas para los últimos cuatro años completos, con lo que se logró obtener un ratio de 1,1 veces activos no corrientes sobre ventas. Ratio que se aplicará para las proyecciones a fin de determinar las nuevas inversiones según las variaciones en las ventas.

Tabla 48 – Proyección de nuevas inversiones anuales Socovesa.

Estimación de Nuevas Inversiones	2013	2014	2015	2016
CAPEX	UF	UF	UF	UF
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	15.447.829	16.849.798	14.986.219	15.010.414
Ingresos de actividades ordinarias	13.554.952	16.028.502	14.184.897	13.038.624
Razón Activos No Corrientes/Ventas	1,14	1,05	1,06	1,15
Promedio Razón Activos No Corrientes/Ventas	1,10			

Estimacion de Nuevas Inversiones	4T2017	2018	2019	2020	2021	2022
	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos de actividades ordinarias	14.500.000	11.000.000	15.000.000	15.450.000	15.913.500	15.913.500
Activos no corrientes proyectados	15.944.934	12.096.157	16.494.759	16.989.602	17.499.290	17.499.290
Proyección de Inversiones en CAPEX	-1.437.621	-3.848.777	4.398.602	494.843	509.688	-

7.1.11 Capital de trabajo

-Inversión en Capital de Trabajo: Para la estimación de inversión en capital de trabajo, se realizó el cálculo del capital de trabajo neto operativo (CTON) para los últimos años completos, y luego se llevó a cabo la comparación con las ventas de cada año para obtener el RCTON de cada año, lo cual se promedió para obtener la razón RCTON de 0,91 que servirá para proyectar la inversión en capital de trabajo según las proyecciones de ventas.

CTON = Inventarios + Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes + Otros activos no financieros, corrientes – (Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes + Otros pasivos no financieros, corrientes).

Tabla 49 – Estimación de RCTON Socovesa.

Estimacion de Capital de Trabajo	2013	2014	2015	2016
CTON	UF	UF	UF	UF
Inventarios	13.785.550	11.138.670	11.422.231	12.129.277
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	5.973.792	5.087.905	4.751.859	4.030.134
Otros activos no financieros, corrientes	46.803	34.130	28.849	57.651
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	-3.859.055	-4.088.125	-4.732.132	-4.466.807
Otros pasivos no financieros, corrientes	-1.524	-605	-492	-498
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO	15.945.567	12.171.974	11.470.315	11.749.758
Ingresos de actividades ordinarias	13.554.952	16.028.502	14.184.897	13.038.624
RCTON	118%	76%	81%	90%
Días de ventas	423	273	291	324
PROMEDIO RCTON	91%			
Promedio Días de ventas	328			

Se revisó también el CTON de las empresas comparables en Chile, para ver si había algún valor o promedio de la industria, pero dada las pocas empresas comparables en negocio inmobiliario que cuentan con información pública, no pareció ser representativos de la industria los ratios de RCTON de estas dos empresas.

Tabla 50 – CTON de empresas comparables Paz Corp y Moller.

	PAZ CORP 2016 M\$	MOLLER 2016 M\$
CTON COMPARABLES		
Otros activos no financieros, corrientes	13.786.836	462.003
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	21.885.490	38.604.743
Inventarios Corrientes	140.942.216	33.612.037
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	-11.296.097	-24.873.626
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes		-778.924
Otros pasivos no financieros, corrientes	-19.941.026	-9.821.589
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO	145.377.419	37.204.644
Ingresos de actividades ordinarias	111.814.004	133.596.014
RCTON	130%	28%
PROMEDIO RCTON	79%	
Promedio Días de ventas	284	

Por lo anterior descrito, se utilizó el promedio RCTON de los últimos años completos de la compañía sobre las variaciones en las proyecciones de ventas, para la proyección en inversión de capital de trabajo, considerando que dicha inversión debe realizarse con un periodo de anticipación para poder alcanzar los niveles de ventas el periodo siguiente.

Tabla 51 – Proyección de inversión en CTON anual Socovesa.

Estimacion de Inversión en Capital de Trabajo	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021 UF
Proyección de Ingresos de actividades ordinarias	14.500.000	11.000.000	15.000.000	15.450.000	15.913.500
CTON Proyectado	13.215.080	10.025.233	13.670.772	14.080.895	14.503.322
Delta CTON		-3.189.847	3.645.539	410.123	422.427
Estimacion de Inversión en Capital de Trabajo	3.189.847	-3.645.539	-410.123	-422.427	-

-Exceso o déficit Capital de Trabajo: Para este cálculo, y cómo no se cuenta con un valor representativo para la industria, se aplicó el promedio RCTON ya calculado de la compañía sobre las ventas proyectadas para el 31 de diciembre de 2017. Con este valor se obtuvo el CTON que sería necesario para el nivel de ventas del periodo indicado, el cual, al ser comparado con el CTON al 30 de septiembre, se determinó que la compañía tiene un déficit de capital de trabajo al 30 de septiembre.

Tabla 52 – Estimación déficit/exceso CTON Socovesa.

Estimacion de déficit o exceso Capital de Trabajo	3T2017	2017
	UF	UF
Ingresos de actividades ordinarias	8.474.305	14.500.000
CTON	9.286.398	13.215.080
Delta CTON		3.928.681
Déficit de CTON al 30.09.2017	-3.928.681	

7.1.12 Activos prescindibles

Dentro de los activos de la compañía vigentes al 30 de septiembre de 2017, se pudo identificar los siguientes activos como no operacionales, y que se consideraron prescindibles para las operaciones del negocio.

Tabla 53 – Detalle de activos prescindibles 3T17 Socovesa.

Identificación de Activos Prescindibles	3T2017	
	UF	
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	315.605	No Operacional
Otros activos financieros, corrientes	60.081	No Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	16.685	No Operacional
Activos biológicos, corrientes	7.553	No Operacional
Activos por impuestos, corrientes	1.230.855	No Operacional
Otros activos financieros, no corrientes	107.555	No Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	82.628	No Operacional
Plusvalía	483.945	No Operacional
Activos por impuestos, no corrientes	273.392	No Operacional
Activos biológicos, no corrientes	41.792	No Operacional
Activos por impuestos diferidos	1.278.058	No Operacional
Total Activos Prescindibles al 30.09.2017	3.898.148	

7.1.13 Deuda financiera

La deuda financiera que se calculó para el 30 de septiembre de 2017 está compuesta por las cuentas de pasivos que generan intereses.

Tabla 54 – Apertura deuda financiera 3T2017 Socovesa.

Deuda Financiera	3T2017 UF
Otros pasivos financieros, corrientes	
Préstamos bancarios	14.393.090
Instrumentos derivados	654.936
Factoring	442.056
TOTAL OTROS PASIVOS FINANCIEROS, CORRIENTES	15.490.083
Otros pasivos financieros, no corrientes	
Préstamos bancarios	-
Arrendamiento financiero	-
TOTAL OTROS PASIVOS FINANCIEROS, NO CORRIENTES	-
Deuda Financiera al 30.09.2017	15.490.083

7.2 Flujo de caja Libre proyectado

A continuación, se presenta el flujo de caja libre proyectado para los años 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022 (este último como flujo perpetuo o proyección implícita para el cálculo del valor terminal), con los respectivos ajustes antes mencionados, y considerando un valor terminal sin crecimiento descontado a la tasa de costo de capital.

Tabla 55 – Flujo de caja libre proyectado anual Socovesa.

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO	2017 4T	2018	2019	2020	2021	2022
	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Utilidad Neta	956.030	870.995	1.561.789	1.639.503	1.719.549	1.719.549
Depreciación y Amortización	17.112	68.450	68.450	68.450	68.450	68.450
Gastos Financieros después de impuestos	81.374	394.401	394.401	394.401	394.401	394.401
Ingresos Financieros después de impuestos	-4.358	-27.968	-27.968	-27.968	-27.968	-27.968
Otros Ingresos por función después de impuestos	-127.805	-170.060	-170.060	-170.060	-170.060	-170.060
Otros Gastos por función después de impuestos	5.679	133.515	133.515	133.515	133.515	133.515
Participación en ganancia de asociadas contabilizadas por el metodo de la participación después de impuestos	-	-17.619	-17.619	-17.619	-17.619	-17.619
Diferencias de cambio	-25	-25	-25	-25	-25	-25
Resultado por unidad de reajuste	-7.040	-38.591	-38.591	-38.591	-38.591	-38.591
FLUJO DE CAJA BRUTO	920.968	1.213.098	1.903.892	1.981.606	2.061.652	2.061.652
Inversión en Reposición	-14.858	-59.432	-59.432	-59.432	-59.432	-68.450
Inversión en Capital Físico	1.437.621	3.848.777	-4.398.602	-494.843	-509.688	-
Aumentos (disminuciones) en Capital de trabajo	3.189.847	-3.645.539	-410.123	-422.427	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	5.533.578	1.356.904	-2.964.265	1.004.905	1.492.532	1.993.202
VALOR TERMINAL					37.430.712	
FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	5.533.578	1.356.904	- 2.964.265	1.004.905	38.923.244	
TASA DE IMPUESTO	25,5%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
TASA DE COSTO CAPITAL	5,33%					

7.3 Valoración precio de la acción método flujos de caja descontados

Para finalizar, se realiza la valoración de la empresa, mediante el método de flujo de caja descontado, utilizando la tasa de costo de capital calculada de 5,33%, descontando los flujos al 30 de septiembre de 2017 con lo que se obtiene el valor de los activos operacionales. A dicho valor, se le ajusta el déficit en capital de trabajo, se agrega el valor de los activos prescindibles y se ajusta la deuda financiera, para obtener el valor de patrimonio económico de Empresas Socovesa:

Tabla 56 – Valoración empresa y patrimonio 3T17 Socovesa.

	UF
VALOR PRESENTE DE FCL al 30.09.2017	36.166.469
Exceso/(Déficit) de capital de Trabajo al 30.09.2017	-3.928.681
Activos Prescindibles al 30.09.2017	3.898.148
VALOR TOTAL DE ACTIVOS al 30.09.2017	36.135.936
Deuda Financiera al 30.09.2017	-15.490.083
VALOR PATRIMONIO ECONÓMICO al 30.09.2017	20.645.853

El valor obtenido se divide por el número de acciones vigentes, lo que da un valor económico de la acción de \$450.- por acción al 16 de noviembre de 2017.

Tabla 57 – Valoración económica precio acción 3T17 Socovesa.

VALORACIÓN ECONÓMICA DE PRECIO DE LA ACCIÓN		
Nº DE ACCIONES		1.223.935.691
VALOR ECONÓMICO Pº ACCIÓN UF	UF	0,0169
VALOR ECONÓMICO Pº ACCIÓN CLP	\$	450
VALOR DE MERCADO DE LA ACCIÓN AL 16-11-2017	\$	405
VALOR UF AL 16-11-2017	\$	26.656,60

Al comparar este valor de \$450.- por acción con el valor de mercado al momento de la publicación de los estados financieros del tercer semestre que ocurrió el día 16 de noviembre de 2017, y que nos entrega un valor de \$405.- por acción, nos indica que el mercado internalizó la información de manera correcta según nuestros cálculos, que sólo se desvían un 11% del valor de mercado.

CONCLUSIÓN

A partir de los resultados obtenidos en la valoración del grupo de empresas Socovesa mediante flujos de caja descontados, se obtuvo un precio de la acción al 16 de noviembre de 2017 de \$450.- pesos por acción.

Contrastando este valor obtenido con el valor de mercado a esa misma fecha, que fue de \$405.- pesos por acción, hay una diferencia del 11% entre el obtenido y el valor de mercado, lo que permite concluir que la metodología empleada entregó un valor económico muy cercano al de mercado.

La explicación a este valor obtenido se sustenta en que los supuestos utilizados para la valoración corresponden a las proyecciones de ventas ya conocidas por el mercado, y en aquellos casos en que no había proyecciones se optó por supuestos conservadores y a su vez considerando las expectativas económicas futuras para la industria y el país. Lo anterior, dado que en esta industria el ciclo del negocio varía entre un año y medio a dos años y medio, por lo que las proyecciones ciertas son dentro de esos plazos.

Los factores que influyen en la valoración son la fuerte inversión en capital de trabajo, la concentración en el negocio inmobiliario y el cierre definitivo del negocio de ingeniería y construcción, la aplicación de sanos equilibrios inmobiliarios tanto en el manejo de stock de existencias como en el manejo de bancos de terrenos, la disminución del costo de la deuda apoyado por las bajas tasas de costo históricas actuales, y también a la reestructuración interna en búsqueda de economías de escala.

BIBLIOGRAFÍA

- BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO. 2017. Valor de acciones. [en línea]. <http://www.bolsadesantiago.com> [consulta: Valor de acciones a la fecha de publicación de los estados financieros]
- CAMARA CHILENA DE LA CONSTRUCCIÓN. 2017. Informe MACH 46. [en línea]. <http://www.cchc.cl/centro-de-informacion/publicaciones/publicaciones-mach/> [consulta: Informe MACH 46 14 de agosto de 2017]
- EMPRESA CONSTRUCTORA MOLLER Y PEREZ-COTAPOS S.A. 2017, 2016, 2015, 2014 y 2013. Estados financieros; Análisis razonado. [en línea]. <http://www.cmfchile.cl> [consulta: información financiera de fiscalizados]
- EMPRESAS SOCOVESA. 2017, 2016, 2015, 2014 y 2013. Resultados trimestrales; Proyecciones. [en línea]. <http://www.empresassocovesa.cl/inversionistas> [consulta: resultados trimestrales 30 de septiembre de 2017]
- FERNANDEZ LÓPEZ, PABLO. 2015. Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos. [Apunte de clases]. Madrid. IESE Business School. 9p.
- MAQUIEIRA VILLANUEVA, CARLOS. 2015. Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Santiago. Thomson Reuters. 508p.
- MAQUIEIRA VILLANUEVA, CARLOS. 2017. Valoración de Empresas Teoría y Práctica. [Apunte de clases]. 218p.
- PAZ CORP S.A. 2017, 2016, 2015, 2014 y 2013. Estados financieros; Análisis razonado. [en línea]. <http://www.cmfchile.cl> [consulta: información financiera de fiscalizados]
- SOCOVESA S.A. 2017, 2016, 2015, 2014 y 2013. Estados financieros; Análisis razonado. [en línea]. <http://www.cmfchile.cl> [consulta: información financiera de fiscalizados]