



VALORACIÓN DE EMPRESAS SOCOVESA S.A
Mediante Metodología de Flujo de Caja Descontado

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

Alumno: Fernando Javier Villanueva Mancarella
Profesores Guía: Carlos Maquieria, Mauricio Jara

Santiago de Chile, Marzo 2021

DEDICATORIA

Dedico a mi padre este esfuerzo y sus frutos: por su guía y ejemplo a lo largo de los años, y por su apoyo incondicional. También lo dedico a las personas que me alentaron a comenzar y terminar este desafío.

TABLA DE CONTENIDOS

1. RESUMEN EJECUTIVO.....	7
2. METODOLOGÍA.....	8
2.1. Principales Métodos de Valoración.....	8
2.2. Modelo de Descuento de Dividendos.....	9
2.3. Método de Flujos de Caja Descontados.....	10
2.4. Método de Múltiplos.....	13
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	15
3.1. Descripción de la industria.....	15
3.2. Descripción de la empresa y su historia.....	20
3.3. Regulación y fiscalización.....	27
3.4. Principales accionistas.....	28
3.5. Empresas de la industria.....	30
4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	38
4.1. Estado de situación financiera.....	38
4.2. Estado de resultados.....	44
4.3. Estado de flujos de efectivo.....	47
4.4. Ratios financieros.....	49

5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	53
5.1. Deuda financiera	53
5.1.1. Bonos (detalle deuda financiera).....	54
5.2. Patrimonio Económico	55
5.3. Valor Económico de la Empresa	55
5.4. Estructura de Capital Objetivo	56
6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	57
6.1. Costo de la deuda.....	57
6.2. Beta de la deuda	58
6.3. Estimación del beta patrimonial.....	58
6.4. Beta patrimonial sin deuda	60
6.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	60
6.6. Costo patrimonial	61
6.7. Costo de capital	61
7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	63
7.1. Análisis de crecimiento de la empresa.....	63
7.2. Análisis de crecimiento de la industria	66
7.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	72
7.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa	74

7.5.	Análisis de los activos de la empresa	76
8.	<i>PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS</i>	79
8.1.	Ingresos operacionales proyectados	79
8.2.	Costos operacionales proyectados	82
8.3.	Resultado no operacional proyectado.....	83
8.4.	Impuesto corporativo proyectado.....	83
8.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF.....	84
8.5.1.	Supuestos utilizados	84
8.6.	Estado de resultados proyectado porcentual.....	85
9.	<i>PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE</i>	86
9.1.	Depreciación y amortización	86
9.2.	Inversión en reposición.....	87
9.3.	Inversión en capital físico	87
9.4.	Inversión (liberación) de capital de trabajo.....	88
9.5.	Valor terminal.....	89
9.6.	Proyección de los flujos de caja libre.....	89
10.	<i>PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO.....</i>	91
10.1.	Valor presente de los flujos de caja libre.....	91
10.2.	Déficit (exceso) de capital de trabajo.....	91

10.3.	Activos prescindibles	91
10.4.	Deuda financiera	92
10.5.	Valoración económica de la empresa y del precio de la acción.....	93
10.6.	Análisis de sensibilidad.....	93
11.	CONCLUSIÓN.....	97
12.	ANEXOS.....	98
13.	LISTA DE FIGURAS E ILUSTRACIONES.....	110
14.	LISTA DE TABLAS	112

1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento detalla la valoración económica de Empresas Socovesa, uno de los principales actores del rubro inmobiliario y de construcción del país, con información de sus estados financieros desde el año 2016 al 30 de Junio del 2020.

Esta valoración se realiza mediante la metodología de Flujo de Caja Descontado, que mide el valor de la empresa como un ente generador de flujos, al día 30 de Junio del 2020.

El documento comienza con un marco teórico donde se introducen al lector las metodologías mas comunes de valoración. Luego, se realiza una descripción detallada de la empresa y de la industria donde opera, se describen las principales empresas competidoras, y se realiza un análisis comparativo entre ellas y la empresa a valorizar.

Posteriormente, se determina la estructura de capital de la empresa y su costo de capital, se realiza un análisis operacional y se proyectan los resultados hacia el futuro, con supuestos que consideran variables externas e internas, para luego proyectar los flujos de caja libre y obtener precios de acción proyectados.

Finalmente se consideran y describen diferentes escenarios, donde se sensibiliza el análisis en base a los distintos supuestos, y se analiza el impacto de variables clave en la valoración, concluyendo que la acción al 30 de Junio del 2020 esta sobrevalorada por el mercado. El precio de la acción proyectado resulta en \$219,88 pesos por acción, lo cual representa una variación de -6% con respecto al precio real de \$232,73 por acción al 30 de Junio del 2020.

2. METODOLOGÍA

2.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos¹. Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. 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* utiliza 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. Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador de 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.

2.2. 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 valoración 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:

$$\text{Valor de la acción} = DPA/Kp$$

Dónde: DPA, es el dividendo por acción; y Kp, es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el 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:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1/(Kp - g)$$

Dónde: DPA₁, son los dividendos por acción del próximo periodo³.

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

2.3. 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, siendo el 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías⁴.

En el método de 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, este método 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

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

plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

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

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 el método de 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.

2.4. 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos⁵:

1. 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

⁵ Maqueira y Espinosa (2019) *Valoración de Empresas Aplicada*

las empresas están subvaloradas, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

2. 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)

3. Múltiplos de ventas:

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

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m² construido en *retail*

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1. Descripción de la industria

Desarrollo Inmobiliario, Ingeniería y Construcción

El negocio inmobiliario consiste en el desarrollo de proyectos de viviendas con y sin subsidio, proyectos de oficinas, loteos industriales y proyectos comerciales, que se llevan a cabo por etapas: análisis de proyectos, compra de los terrenos, diseño arquitectónico y urbano, aprobación gubernamental, construcción de la obra, comercialización y venta, y finalmente, entrega de servicios de post venta. Empresas Socovesa participa principalmente en los proyectos de vivienda con y sin subsidio a través de sus filiales inmobiliarias.

Este negocio presenta una oferta altamente fragmentada. En esta industria, caracterizada por altos requerimientos de capital asociados a la compra de terrenos y desarrollo de proyectos, la permanencia en el tiempo de las compañías inmobiliarias viene determinada por su tamaño y solidez financiera. Así mismo, esta industria está caracterizada por el predominio de actores locales; compañías que conocen los intereses, gustos y necesidades del consumidor que están atendiendo y que buscan satisfacerlas a través de proyectos específicos a ese segmento.

El área de ingeniería y construcción de esta industria se compone de dos subáreas:

- Ejecución de proyectos de obras civiles, para clientes privados y públicos.
- Servicios de montaje industrial.

El negocio de ingeniería y construcción en Chile está fuertemente atomizado, sin embargo, la competencia es a escala nacional, observándose las mismas constructoras

en grandes obras a lo largo de todo el país. Este es un negocio de nichos que cuenta con ciclos de inversión independientes y que, para ser rentables, se necesita manejar volumen y eficiencia en la operación.⁶

Según datos oficiales del Banco Central de Chile ⁷ en el periodo comprendido (ver gráfico), la industria de la construcción representa, en promedio, un 7% del Producto Interno Bruto nacional, creciendo comparativamente mas en periodos de expansión y menos en periodos de contracción. En otras palabras, la industria de la construcción sigue la tendencia del PIB nacional y es pro-cíclica.

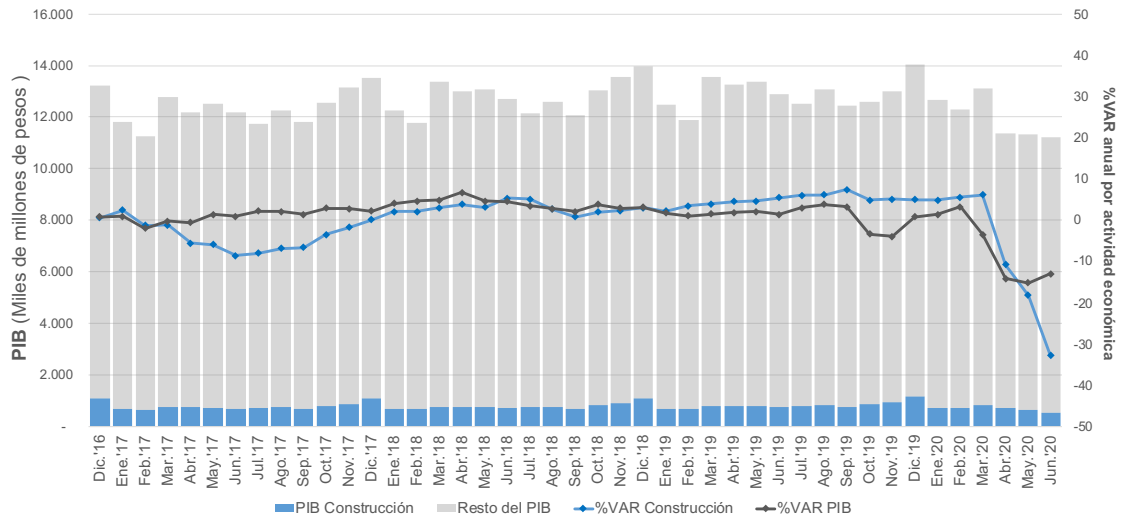
Adicionalmente, es una industria que se ve afectada en gran medida por variables económicas como cambios a la inflación, masa salarial, nivel de empleo, tasas de interés de largo plazo, políticas de subsidio habitacionales y niveles de inversión pública-privada.

En el siguiente gráfico, podemos contrastar el aporte de la industria de la construcción al PIB de Chile en términos absolutos, así como la variación porcentual respecto del mismo mes al año anterior, tanto del PIB construcción y PIB total nacional, entre los periodos comprendidos desde Diciembre 2016 a Junio del 2020.

⁶ *Estados financieros consolidados correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de Diciembre de 2019 y 2018, SOCOVESA S.A y Filiales*

⁷ *Banco Central de Chile*

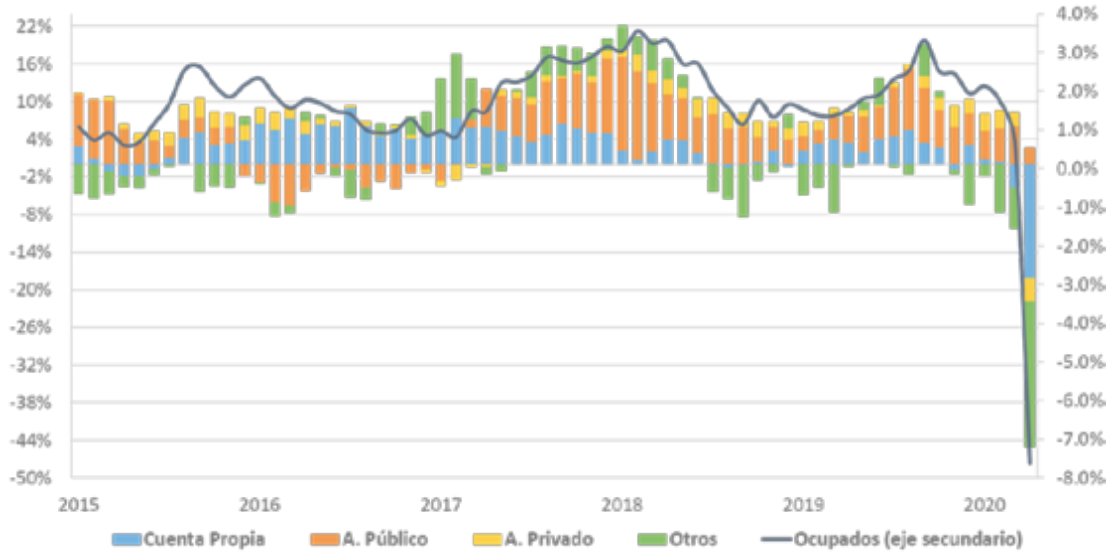
Figura 3.1 – Evolución del PIB nacional, sector construcción y sus variaciones, Dic'2016-Jun'20 (fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central)



Tras la crisis política y social de Octubre 2019, se vio una sustitución importante de empleos formales por informales hasta el primer trimestre del 2020, con una proyección del desempleo para el 2020 superiores al 10% promedio.

Adicionalmente, se evidencia un deterioro importante del Índice de Confianza Empresarial (IMCE) - alcanzando el peor nivel desde su creación - y expectativas de empleo, donde la construcción es la mas pesimista, seguidas del comercio, industria, y luego minería. Esto, como consecuencia de la crisis social-política antes expuesta, en conjunto con la desaceleración del consumo y una caída de la inversión mayor a la prevista debido a la crisis sanitaria, esta tendencia se espera que se acentúe al mediano plazo debido a reformas tales como el salario mínimo garantizado y la reducción de jornada laboral de 45 a 40 semanales.

Figura 3.2 – Evolución empleo por categoría ocupacional (var anual %) (fuente: CChC en base a estadísticas del INE)

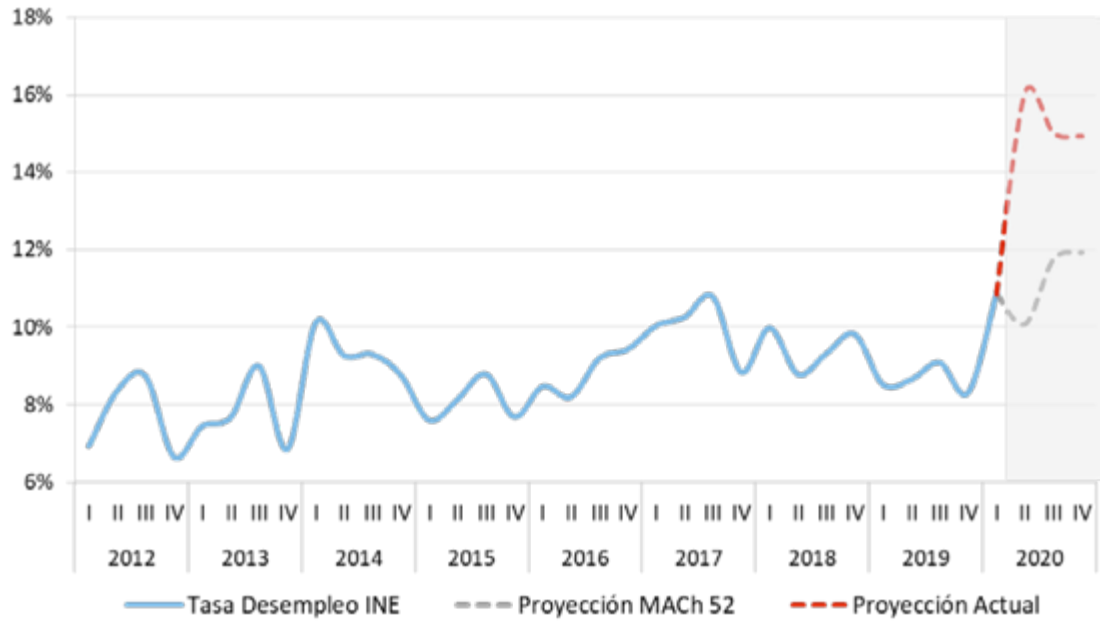


La reciente evolución del empleo en construcción (-10,3%) da cuenta del impacto de la crisis sanitaria en el mercado laboral, con destrucción de 78 mil plazas de trabajo en un año, con causales de término de contrato ⁸ para la construcción cercanos a 60 mil en Abril (un aumento anual de 16,4%). En base a lo anterior, la Cámara Chilena de la Construcción proyecta un 16,1% de desempleo para el segundo trimestre⁹ hasta promediar 14,2% durante el año – cifra que no registraba desde la recesión de 1999.

⁸ Casuales de término construcción: cantidad de trabajadores involucrados con un unico empleador, en cartas de aviso de termino de contrato recibidas cada mes ante la dirección del trabajo, según rama de actividad económica. Desde Enero 2019 al 30 de Abril de 2020

⁹ Proyección con datos parciales sobre desempleo del sector, en base a información INE hasta Febrero 2020

Figura 3.3 – Proyección 2020 para la tasa de desempleo de la construcción (en %) (fuente: CChC en base a datos del INE)



3.2. Descripción de la empresa y su historia

3.2.1. Descripción de la empresa

Tabla 3.1 – Antecedentes SOCOVESA (fuente: Elaboración propia)

Antecedentes de la Empresa - Cuadro Resumen	
Razon Social	Socovesa S.A
Nombre de Fantasía	Empresas Socovesa
R.U.T	94.840.000-6
Tipo de Sociedad	Sociedad Anónima Abierta
Domicilio	Santiago, pudiendo establecer sucursales en distintos puntos del país
Dirección	Av. Eliodoro Yáñez 2962, Providencia, Santiago, Chile
Teléfono	(56 2) 25204100
Inscripción registro de valores	983
Audidores externos	EY Audit SpA.
Capital suscrito y pagado	M\$127.688.597
Clasificadores de riesgo	Feller Rate e ICR
Sitio web	www.empresassocovesa.cl
Correo electrónico	inversionistas@socovesa.cl
Ticker o Nemo-técnico	SOCOVESA
Clase de acción	Ordinarias, única serie
Derechos de cada clase	Acciones comunes y sin valor nominal, no otorgan distintos derechos o privilegios entre los accionistas.
Mercado donde transa	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Sector e industria	Construcción e Inmobiliaria
Países y negocios	Chile, negocio inmobiliario, construcción, desarrollos comerciales

Socovesa S.A., o en adelante “Empresas Socovesa”, o “la compañía”, o “la sociedad”, es una sociedad anónima abierta, listada en la Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile. La sociedad fue constituida por escritura pública otorgada con fecha 24 de Diciembre de 1982.

Empresas Socovesa es una compañía de desarrollo inmobiliario, integrada verticalmente y que cuenta con una sólida cartera de proyectos distribuida a lo largo de todo Chile, en todos los segmentos socioeconómicos y con diversos tipos de productos: departamentos, casas y desarrollos mixtos.

La compañía ha migrado hacia un portafolio diversificado, tanto en tipo de productos, como en segmentos y distribución geográfica: el 66% de la oferta corresponde a departamentos, el 27% a casas y el 7% a desarrollos mixtos; distribuidas por zona geográfica con un 8% en el Norte del país, un 67% en el Centro, y en 25% en el Sur. La distribución por precio promedio es un 25% en propiedades de mas de UF 8.000, un 23% entre UF 4.000 y UF 8.000, un 46% entre UF 2.000 y UF 4.000, y un 6% en menos de UF 2.000.

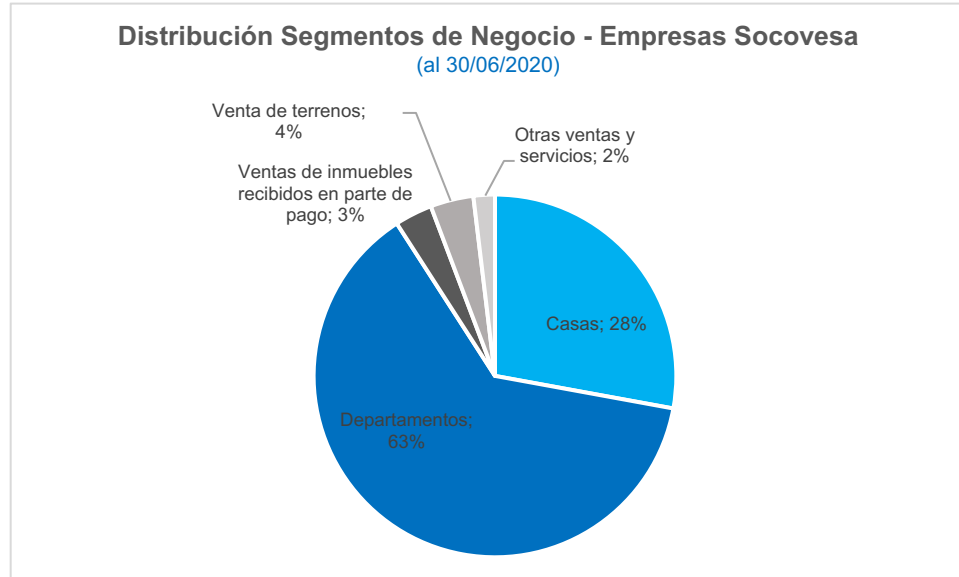
Empresas SOCOVESA presenta activos por 37020 MUF al 30 de Junio del 2020, e ingresos por ventas anuales (año 2019) de 11829 MUF, con un margen EBITDA al 31 de Diciembre del 2019 y 30 de Junio del 2020 de 16,12% y 15,4% respectivamente.

Tabla 3.2 – Información General Empresas SOCOVESA (fuente: elaboración propia con EEFF de la empresa)

ESTADOS FINANCIEROS	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
Total de activos	32.801	32.565	34.515	37.065	34.487	37.020
Ingresos de actividades ordinarias	13.039	14.682	11.824	11.829	4.456	4.710
EBITDA	2.608	2.784	2.287	1.907	463	708

Los segmentos de negocio que históricamente han constituido sus ingresos corresponden a desarrollo inmobiliario de propiedades nuevas (ventas de casas, departamentos y oficinas), ventas de inmuebles recibidos en parte de pago (casas y departamentos), ventas de terrenos, otras ventas y servicios, y el segmento de Ingeniería y Construcción, que en los últimos años ha estado inactivo. A continuación, los principales ítems que componen el ingreso del grupo:

Figura 3.4 – Distribución Segmentos de Negocio de Empresas Socovesa - Ventas (fuente: elaboración propia con información de EEFF)

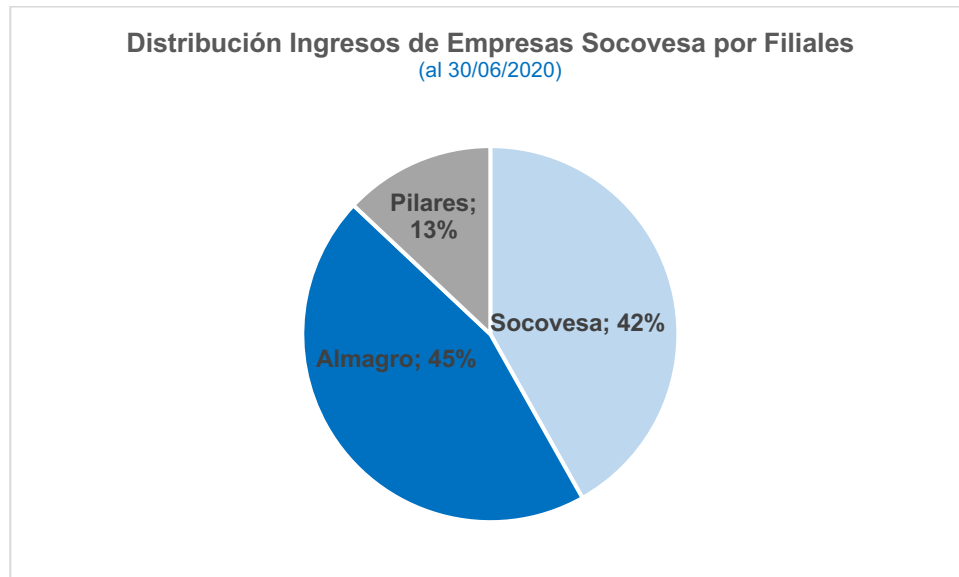


Empresas Socovesa genera dichos ingresos en distintas filiales, descritas a continuación:

- Socovesa Santiago: Incluye todos los proyectos ubicados entre las regiones IV y VI, incluyendo la Región Metropolitana.
- Socovesa Sur: Incluye los proyectos ubicados desde la VII región hacia el Sur del territorio nacional.
- Almagro S.A.: Contempla proyectos de viviendas en altura en la Región Metropolitana y Antofagasta. Principalmente departamentos de alta gama.
- Inmobiliaria Pilares S.A.: Busca satisfacer las necesidades del segmento de viviendas en altura de la Región Metropolitana en un rango de precio que actualmente está entre UF 1.600 y UF 4.000 por departamento.
- Socovesa Desarrollos Comerciales S.A.: Aborda el negocio de desarrollo de proyectos de oficinas y equipamiento.

Los ingresos antes expuestos se descomponen en las filiales activas del grupo: Almagro, Socovesa y Pilares, en la siguiente proporción:

Figura 3.5 – Distribución Ingresos de Empresas Socovesa por Filiales (fuente: elaboración propia con información de EEFF)



Empresas Socovesa, tiene como objeto realizar la ejecución, por cuenta propia o ajena de toda clase de construcciones, obras y edificaciones, tales como: viviendas, edificios, puentes, caminos, tranques, obras de regadío, túneles, puertos, aeropuertos y movimientos de tierra; la urbanización y dotación de inmuebles, urbanos o rurales; la prestación de toda clase de servicios y asesorías en materias y negocios inmobiliarios, pudiendo asesorar, proyectar, planificar organizar, dirigir y administrar todo tipo de obras; la realización de inversiones en toda clase de bienes inmuebles, sean urbanos o rurales; la planificación de loteos, conjuntos habitacionales, deportivos, turísticos, recreacionales o sociales y de toda clase de proyectos inmobiliarios; la compra, venta, arrendamiento y la comercialización en general de toda clase de bienes inmuebles o de derechos en ellos;

el desarrollo y promoción, por cuenta propia o ajena, de negocios inmobiliarios; la inversión en toda clase de bienes muebles, corporales e incorporeales, especialmente acciones, bonos, debentures, efectos de comercio, cuotas o derechos en todo tipo de sociedades, ya sean comerciales o civiles, comunidades o asociaciones y en toda clase de títulos o valores mobiliarios y la constitución de sociedades o asociaciones de cualquier tipo, el ingreso a ellas, sea en calidad de socio o accionista, su modificación y la administración de las mismas.¹⁰

3.2.2. Reseña histórica¹¹

En 1965 se funda Socoviga en Temuco. Dos años mas tarde, y gracias a la entrada de nuevos socios, se le da un nuevo nombre a la compañía: Socovesa, Sociedad Constructora de Viviendas Económicas S.A.

En 1979, se realiza el primer proyecto fuera de Temuco y en 1983, se inician las actividades en la Región Metropolitana.

En 1990 se realiza la compra de la Ciudad Satélite en Maipú y 1996 se compra terreno Larapinta, ubicado en la comuna de Lampa.

En el 2003 se crea Socoicsa, filial especializada en el desarrollo de proyectos de Ingeniería y Construcción.

¹⁰ Memoria Anual 2019 Empresas Socovesa, Información de la compañía

¹¹ Memoria Anual 2019 Empresas Socovesa, Historia

En el 2006 se realiza la compra del terreno El Montijo ubicado en la comuna de Renca, por parte de Inmobiliaria Socovesa Santiago S.A en asociación con la Compañía de Seguros de Vida Consorcio Nacional de Seguros S.A y la Familia Cruz Guzmán.

En el año 2007, la compañía se abre en Bolsa, pasando a ser una sociedad anónima abierta transando sus acciones en la Bolsa de Comercio, de Valores y Electrónica de Chile. En paralelo, la sociedad ofreció ADS a inversionistas institucionales de Estados (Rule 144A) y a inversionistas extranjeros no americanos (Regulation S). Adicionalmente, la compañía adquiere el 100% de Almagro S.A y compra el terreno Los Cóndores, ubicado en la comuna de San Bernardo.

El año 2010, el fundador de Socovesa, Eduardo Gras, deja sus funciones como Presidente del Directorio y se realiza una reestructuración a nivel organizacional: se definieron las áreas inmobiliarias y de ingeniería y construcción como estratégicas. Asimismo, se conformó un Comité Ejecutivo cuya función, entre otras, es la de implementar las decisiones estratégicas adoptadas por el Directorio. Adicionalmente, se creó Socovesa Desarrollos Comerciales S.A, nueva filial, enfocada en el desarrollo de proyectos inmobiliarios no habitacionales.

El año 2011, Socoicsa entrega el Hospital de Cañete y Hospital Intercultural Kallvu Llanka, ubicado en la Región del Bío Bío.

El 2012, se entrega la nueva sede del colegio Santiago College por parte de Socoicsa, ubicado en la comuna de lo Barnechea.

El 2013, se realiza un aumento de capital de Inmobiliaria Socovesa Sur (ex Constructora Socovesa Sur S.A). Producto de lo anterior, Socovesa S.A reúne el 100% de los

derechos sociales de Inmobiliaria Socovesa Temuco Ltda. e Inmobiliaria Socovesa Valdivia Ltda., concentrando la operación de esa zona en una sola entidad. Socoicsa entrega la Central de Angostura, central hidroeléctrica de Colbún en la Región de Bío Bío. El 2014, la compañía alcanza por primera vez una utilidad por sobre MUF 1.000, marcando la concreción de la estrategia que se trabajó desde el año 2010: “Crecimiento con Rentabilidad”.

El año 2016, el Sr. Cristián Hartwig, deja sus funciones como Presidente del Directorio, cargo que es asumido por el Sr. Javier Gras Rudloff, hijo del fundador de la compañía. Se culmina el proceso de cierre de las operaciones del área de Ingeniería y Construcción.

El Directorio elimina las Gerencias Generales de las áreas inmobiliarias y de Ingeniería y Construcción y crea la Gerencia General Corporativa.

El 2017, se realiza la entrega del proyecto Nueva Santa María por aporte de SDC, primer proyecto desarrollado con la metodología de participación ciudadana.

El año 2018, se inicia un proceso de modernización organizacional: se suscribe un acuerdo vinculante de venta de los edificios donde opera Empresas Socovesa ubicados en Eliodoro Yáñez y Padre Mariano, ambos en la comuna de Providencia. Se pone término al programa de ADR y se procede a cancelar la inscripción de sus ADR y ADS ante la Bolsa de Comercio de Nueva York (New York Stock Exchange) y se realiza la primera venta de un edificio de Pilares a un fondo inmobiliario.

El 2019, en Abril, se elige un nuevo Directorio, donde se incorporan a la mesa dos directores independientes, siendo uno de ellos mujer, marcando un hito en la historia de

Empresas Socovesa. La compañía profundiza sus 5 pilares estratégicos a través de acciones concretas que permitan avanzar en la hoja de ruta definida por el Directorio el año 2019. Se realiza también el lanzamiento del primer proyecto mixto de Pilares, y la recepción del primer proyecto de departamentos de Socovesa Santiago que responde a la estrategia de migrar hacia una filial mixta.

3.3. Regulación y fiscalización

La empresa se ve regulada por el siguiente marco legal y por las siguientes instituciones:

- Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas; Reglamento de Sociedades Anónimas; Estatus Sociales de Socovesa S.A
- Ley 18.045 de Mercado de Valores
- Normativa de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)
- Ex Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS)
- Cámara Chilena de la Construcción (CCHC)
- Comisión Nacional del Medio Ambiente (CONAMA)
- Tesorería General de la República (TGR)
- Servicio de Impuestos Internos (SII)
- Ministerio de Obras Públicas (MOP)
- Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU y SERVIU)
- Ministerio del Trabajo
- Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC)
- Servicio Nacional de Atención al Consumidor (SERNAC)
- Empresas Eléctricas y Sanitarias

- Municipalidades donde opera (Dirección de Obras Municipales, Plan Regulador Comunal, Ordenanza General de Urbanismo y Construcción)

3.4. Principales accionistas

El capital de la compañía se divide en 1.223.935.691 acciones, sin valor nominal, todas de una misma y única serie. Al 31 de Diciembre de 2019, los 12 principales accionistas poseían el 83,9% de las acciones de Empresas Socovesa.

Los 12 principales accionistas están definidos en la siguiente tabla:

Tabla 3.3 – Identificación de los 12 mayores accionistas SOCOVESA (fuente: Memoria Anual 2019 Socovesa)

	RUT	ACCIONISTA	ACCIONES DCV	ACCIONES CORREDORAS DE BOLSA	TOTAL DE ACCIONES	PARTICIPACIÓN EN LA SOCIEDAD
1	96.531.570-5	Inversiones San Miguel Ltda.	296.456.287		296.456.287	24,2%
2	76.256.131-K	Inversiones Vaud	158.289.385		158.289.385	12,9%
3	96.684.990-8	Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	120.007.000		120.007.000	9,8%
4	96.966.250-7	BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	74.651.581		74.651.581	6,1%
5	77.487.140-3	Inversiones La Cordillera	67.463.156		67.463.156	5,5%
6	76.475.875-7	Inversiones ASECO Ltda.	46.847.567	505.344	47.352.911	3,9%
7	76.468.484-2	Inversiones Lagos del Sur Ltda.	46.724.060		46.724.060	3,8%
8	76.474.336-9	Inversiones Santa Carolina Ltda.	45.558.059		45.558.059	3,7%
9	76.468.482-6	Inversiones Santa Montserrat Ltda.	45.218.715		45.218.715	3,7%
10	77.487.160-8	Inversiones Santa Cecilia SCC	45.218.715		45.218.715	3,7%
11	96.804.330-7	Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	44.053.405		44.053.405	3,6%
12	96.489.000-5	Credicorp Capital S.A. Corres de Bolsa	36.045.024		36.045.024	2,9%
		Otros	197.402.737	-505.344	196.897.393	16,1%
TOTAL ACCIONES EMPRESAS SOCOVESA			1.223.935.691		1.223.935.691	100,0%

Nota: Al 31 de diciembre de 2019, Inversiones ASECO Ltda. posee acciones en custodia de BTG Pactual Corredores de Bolsa.

De acuerdo con lo definido en el Título XV de la Ley N° 18.045, el controlador de la compañía es el señor Eduardo Gras Díaz y familia, quienes poseen el 52,6% de las acciones – serie única – de Socovesa S.A a través de las siguientes sociedades:

Tabla 3.4 – Estructura de propiedad (accionistas controladores) (fuente: Memoria anual 2019 Socovesa)

RUT	RAZÓN SOCIAL	ACCIONES DCV	ACCIONES CORREDORAS DE BOLSA	TOTAL DE ACCIONES	PORCENTAJE DE PARTICIPACION
96.531.570-5	Inversiones San Miguel Ltda.	296.456.287		296.456.287	24,2%
77.487.140-3	Inversiones La Cordillera	67.468.156		67.463.156	5,5%
76.475.875-7	Inversiones ASECO Ltda.	46.847.567	505.344	47.352.911	3,9%
76.468.484-2	Inversiones Lagos del Sur Ltda.	46.724.060		46.724.060	3,8%
76.474.336-9	Inversiones Santa Carolina Ltda.	45.558.059		45.558.059	3,7%
77.487.160-8	Inversiones Santa Cecilia SCC	45.218.715		45.218.715	3,7%
76.468.482-6	Inversiones Santa Montserrat Ltda.	45.218.715		45.218.715	3,7%
76.046.112-1	G y A S.A.	35.958.715		35.958.715	2,9%
77.032.278-2	Inversiones San Miguel II SpA.	8.000.000		8.000.000	0,7%
76.378.256-5	Inversiones Aguas Coloradas	4.008.844		4.008.844	0,3%
76.955.200-6	Inversiones Rio Mondava Ltda.	1.251.926		1.251.926	0,1%
79.636.180-8	Agricola e Inmobiliaria Marlit Ltda.	43		43	0,000004%
	Acciones a título personal de algunos miembros de la familia.	1.022.737		1.022.737	0,1%
TOTAL FAMILIA GRAS		643.728.824	505.344	644.234.168	52,6%

Al 31 de Diciembre de 2019, señor Justino Negrón Bornard y familia, contaba con el 13,3% de las acciones de la sociedad a través de Inversiones Vaud Ltda., Asesorías e Inversiones GN Ltda., Asesorías e Inversiones GN Ltda., Asesorías e Inversiones San Antonio Ltda., y a título personal.

Asimismo, los ejecutivos y empleados de Empresas Socovesa mantenían el 2,2% de la propiedad de la compañía.

La sociedad no registra pactos de accionistas. No obstante lo anterior, las personas naturales indicadas ejercen, directamente o a través de personas jurídicas, el control de 52,6% de las acciones suscritas y pagadas de Socovesa S.A, dado que por su grado de parentesco, se presume que actúan en forma conjunta de conformidad a la ley.

3.5. Empresas de la industria

3.5.1. SalfaCorp S.A

Tabla 3.5 – Antecedentes SALFACORP (fuente: Elaboración propia)

Antecedentes de la Empresa - Cuadro Resumen SALFA CORP S.A	
Razon Social	SalfaCorp S.A
Nombre de Fantasía	SalfaCorp
R.U.T	96.885.880-7
Tipo de Sociedad	Sociedad Anónima Abierta
Domicilio	Santiago de Chile
Dirección	Avda Presidente Riesco 5335, Piso 11. Las Condes, Santiago
Teléfono	(56 2) 22 902 0000
Inscripción registro de valores	843
Audidores externos	Pricewaterhousecoopers
Sitio web	www.salfacorp.com
Ticker o Nemotécnico	SalfaCorp
Clase de acción	Ordinarias, única serie
Derechos de cada clase	Acciones comunes y sin valor nominal, no otorgan distintos derechos o privilegios entre los accionistas.
Mercado donde transa	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Sector e industria	Construcción e Inmobiliaria
Países y negocios	Chile, Peru, Colombia y Panamá. Ingeniería, Construcción, Inmobiliaria.

SalfaCorp es el mayor grupo empresarial del sector de la construcción en Chile, que lleva mas de 90 años de historia y se encuentra operando en Chile, Perú, Colombia y Panamá. Fundada en 1929 y abierta a la bolsa el 2004, se basa en unidades de negocio independientes entre sí y diversificadas, que comprenden especialidades replicables en otros mercados, tal como se aprecia en la actividad internacional que desarrolla la compañía. A nivel consolidado, la empresa presenta ingresos durante el 2019 de 6.771 MUF¹², margen bruto de 10,65%, margen EBITDA durante el mismo periodo de un 9,35% y margen de utilidad de 3,10%.

La empresa esta segmentada en cuatro unidades de negocio: Ingeniería y Construcción (ICSA), Edificación (Novatec y Noval), Inmobiliaria Aconcagua (IACO) y Rentas y

¹² Valor UF al periodo de cierre 31-12-2019, \$28309,94 CLP (Banco Central de Chile)

Desarrollo Inmobiliario. El área de Ingeniería y Construcción desarrolla obras de montaje industrial, mantenimiento industrial, movimientos de tierra, obras marítimas, obras industriales, minería subterránea, perforación y tronadura, obras civiles y negocio habitacional; en esta filial la empresa se encuentra en Perú y Panamá. La unidad de Edificación presta servicios de construcción de viviendas propias o en asociación con terceros; también construye proyectos inmobiliarios para viviendas con subsidio, en el marco de los programas de integración social. Inmobiliaria Aconcagua ejecuta y comercializa los proyectos inmobiliarios, tanto propios como en asociación con terceros, y las viviendas con subsidios, con amplia diversificación en términos geográficos. La Unidad rentas y Desarrollo inmobiliario administra un stock de terrenos que asciende a aproximadamente a 864 hectáreas diversificadas a lo largo del país. Se estima que la participación de mercado de la empresa se mantiene en torno al 5%.¹³

¹³ *Memoria anual 2019 SalfaCorp S.A y EEFF consolidados 2019.*

3.5.2. PazCorp S.A

Tabla 3.6 – Antecedentes PAZCORP (fuente: elaboración propia)

Antecedentes de la Empresa - Cuadro Resumen PAZ CORP S.A	
Razon Social	Paz Corp S.A
Nombre de Fantasía	PAZ CORP
R.U.T	76.488.180-K
Tipo de Sociedad	Sociedad Anónima Abierta
Domicilio	Santiago de Chile
Dirección	Apoquindo 4501, piso 21, Las Condes, Santiago
Teléfono	(56 2) 22 8635000
Inscripción registro de valores	944
Audidores externos	EY Limitada
Sitio web	www.paz.cl
Ticker o Nemetécnico	PAZ
Clase de acción	Ordinarias, única serie
Derechos de cada clase	Acciones comunes y sin valor nominal, no otorgan distintos derechos o privilegios entre los accionistas.
Mercado donde transa	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Sector e industria	Construcción e Inmobiliaria
Países y negocios	Chile, Perú. Negocio inmobiliario, construcción

PazCorp es una de las principales empresas inmobiliarias de la industria, con operaciones en Chile y Perú, que cuenta con mas de 55 años de historia y que durante su existencia al 2019 ha concretado 65 proyectos y 35 mil viviendas.

La compañía presenta un modelo de negocio integrado que contempla diversas etapas, el diseño arquitectónico, la gestión inmobiliaria, la construcción, comercialización y el servicio de postventa.

Con el fin de dar estabilidad a los flujos para los accionistas en una industria cíclica por naturaleza, la empresa ha adoptado un modelo conservador en el cual diversifica su portafolio de proyectos inmobiliarios. En este sentido la empresa privilegia comunas consolidadas, con densidades poblaciones relevantes y en mantener una alta eficiencia operacional.

A nivel consolidado durante el periodo 2019, PazCorp presenta ingresos por ventas de 1.644 MUF¹⁴, margen bruto 33,25%, margen EBITDA de 29,59% y un margen de utilidad de 18,57%.

La empresa se divide en Inversiones Paz Perú SpA, Inmobiliaria Paz SpA, Constructora PAZ SpA, y Paz Servicios Profesionales SpA.

La política de inversión y financiamiento de PazCorp S.A es la de mantener un equilibrio entre los plazos de madurez de los negocios y la estructura de financiamiento que la sostiene, de manera de minimizar desequilibrios de flujos y el costo de capital. En consecuencia, mantiene un control riguroso sobre el ciclo de utilización y generación de caja. Asimismo, se basa principalmente en la adquisición de terrenos y en el avance de obras que permitan el desarrollo de los proyectos habitacionales.

Los terrenos son generalmente financiados entre 50% y 80% a través de créditos de largo plazo u otras operaciones con instituciones financieras. Los proyectos de desarrollo típicamente se costean con 35% de capital propio, 10% proviene de los ingresos de preventa y 55% de financiamiento bancario.¹⁵

¹⁴ Valor UF al periodo de cierre 31-12-2019, \$28309,94 CLP (Banco Central de Chile)

¹⁵ Memoria anual 2019 PazCorp S.A y EEFF consolidados 2019.

3.5.3. Besalco

Tabla 3.7 – Antecedentes BESALCO (fuente: Elaboración propia)

Antecedentes de la Empresa - Cuadro Resumen BESALCO S.A	
Razon Social	BESALCO S.A
Nombre de Fantasía	Bezanilla Salinas Construcciones S.A
R.U.T	92.343.000-2
Tipo de Sociedad	Sociedad Anónima Abierta
Domicilio	Santiago de Chile
Dirección	Ebro 2705, Las Condes.
Teléfono	(56 22 3380800
Inscripción registro de valores	497
Audidores externos	Deloitte Auditores y Consultores Ltda.
Sitio web	www.besalco.cl
Ticker o Nemotécnico	Besalco
Clase de acción	Ordinarias, única serie
Derechos de cada clase	Acciones comunes y sin valor nominal, no otorgan distintos derechos o privilegios entre los accionistas.
Mercado donde transa	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Sector e industria	Construcción e Inmobiliaria
Países y negocios	Chile, Peru, Colombia. Negocio inmobiliario, construcción, otros

Besalco es una empresa con mas de 75 años de historia, presente en 3 países, 15.000+ trabajadores al cierre de Diciembre 2019 y 4 segmentos de negocios:

El segmento de obras civiles gestiona proyectos de obras tales como carreteras, puentes, viaductos, túneles, presas, obras ferroviarias, obras de generación y transmisión de energía eléctrica, y edificación de uso comercial, hospitalario y otros.

El segmento de Servicios de maquinarias comprende la prestación de servicios con maquinaria especializada en el transporte y operaciones de los sectores minero, forestal y de hormigón premezclado, entre otros.

El segmento de Desarrollo Inmobiliario corresponde al desarrollo y ejecución de proyectos inmobiliarios propios y en consorcios con terceros, tanto en Chile, como en Perú y Colombia.

El segmento de proyectos de inversión agrupa las inversiones en concesiones de infraestructura y energías renovables, incorporándose en el cuarto trimestre del 2018 el negocio de transmisión de energía eléctrica a través de la nueva filial Besalco Transmisión SpA.¹⁶

A nivel consolidado y al cierre del 2019, la empresa presentó ingresos por 14.817 MUF¹⁷, de los cuales 46% corresponden al segmento de Obras Civiles y Construcciones, 29% al segmento de Servicio de Maquinarias, 21% al segmento de Desarrollo Inmobiliario, y el porcentaje restante proviene del segmento de proyectos de inversión. Adicionalmente, la empresa presenta durante ese periodo un margen bruto de 12,20%, un margen EBITDA de 16,13% y un margen de utilidad de 3,39%.

¹⁶ Memoria anual 2019 BESALCO S.A y EEFF consolidados 2019.

¹⁷ Valor UF al periodo de cierre 31-12-2019, \$28309,94 CLP (Banco Central de Chile)

3.5.4. Moller & Pérez Cotapos

Tabla 3.8 – Antecedentes MOLLER&PEREZ-COTAPOS (fuente: Elaboración propia)

Antecedentes de la Empresa - Cuadro Resumen MOLLER & PÉREZ-COTAPOS	
Razon Social	Empresa Constructora Moller & Pérez-Cotapos S.A
Nombre de Fantasía	Moller & Pérez Cotapos
R.U.T	92.770.000-K
Tipo de Sociedad	Sociedad Anónima Abierta
Domicilio	Santiago de Chile
Dirección	Avda Los Leones 957, Providencia, Santiago
Teléfono	(56) 22 412 2200
Inscripción registro de valores	1101
Audidores externos	KPMG Auditores
Sitio web	www.mpc.cl
Ticker o Nemetécnico	MOLLER
Clase de acción	Ordinarias, única serie
Derechos de cada clase	Acciones comunes y sin valor nominal, no otorgan distintos derechos o privilegios entre los accionistas.
Mercado donde transa	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Sector e industria	Construcción e Inmobiliaria
Países y negocios	Chile, negocio inmobiliario, construcción, desarrollos comerciales

Moller&Perez-Cotapos lleva 58 años de existencia, fundada en 1961 y abierta a la Bolsa de Comercio de Santiago desde el 2013, ha implementado el desarrollo y la venta de proyectos inmobiliarios para el segmento medio-alto, tanto de casas como departamentos, que son valorados por sus altos estándares de calidad. La empresa se consolidó como una de las empresas constructoras e inmobiliarias mas relevantes del país, a través de sus áreas de viviendas en extensión y altura para distintos segmentos y de obras a terceros donde destaca en el ámbito hospitalario.

Las viviendas se construyen a través de sus filiales Ingeniería y Construcción Ltda. y Construcciones Industriales S.A, y los proyectos se concentran principalmente en la Región Metropolitana, en las comunas de Vitacura, Lo Barnechea, Las Condes,

Providencia y San Miguel. El año 2017 logran también expandirse a nuevas comunas como Ñuñoa y a ciudades como Concepción.¹⁸

Sus ingresos al cierre del año 2019 ascienden a 5.518 MUF¹⁹, con un margen bruto durante el mismo periodo de 10,98%, margen EBITDA de 7,11% y margen de utilidad de 5,71%.

A través de la división inmobiliaria, la empresa tiene dos áreas de negocio, una destinada al segmento medio alto asociado a su marca Moller y otra identificada con su marca Convet, la última consolidándose en el mercado por su oferta de proyectos en altura.

A través de la división de Construcción de Obras a Terceros, Moller y Pérez-Cotapos son reconocidos en el mercado como líderes en obras hospitalarias con mas de 755 mil m² construidos, y contando con portafolio de obras de alta complejidad tanto de instituciones públicas como privadas.²⁰

¹⁸ *Página web Moller & Perez-Cotapos, www.mpc.cl*

¹⁹ *Valor UF al periodo de cierre 31-12-2019, \$28309,94 CLP (Banco Central de Chile)*

²⁰ *Memoria anual 2019 Moller y Perez-Cotapos S.A y EEFF consolidados 2019.*

4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

4.1. Estado de situación financiera

A continuación, se presenta el balance consolidado (activos) de Empresas Socovesa S.A en miles de UF calculados al cierre de cada periodo, y en porcentajes, junto una breve descripción de estos:

Tabla 4.1 – Balance Consolidado I, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
BALANCE CONSOLIDADO						
MUF al cierre del periodo						
ACTIVOS						
Activos Corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	470	513	339	714	591	2.393
Otros activos financieros, corrientes	52	62	170	36	48	43
Otros activos no financieros,	58	52	35	49	41	45
Deudores comerciales y otras	4.030	5.572	5.903	5.297	4.158	3.688
Cuentas por cobrar a entidades	248	3	3	22	11	21
Inventarios, corrientes	12.129	9.023	9.707	10.191	9.995	9.767
Activos biológicos, corrientes	55	13	21	20	3	1
Activos por impuestos	666	1.061	992	684	929	552
Total de activos corrientes	17.708	16.299	17.169	17.013	15.776	16.510
Otros activos financieros, no	116	109	105	109	101	107
Derechos por cobrar, no corrientes	360	216	540	463	240	304
Cuentas por cobrar a entidades	-	-	-	-	-	144
Inventarios, no corrientes	3.656	4.466	4.663	6.610	5.786	7.290
Inversiones contabilizadas	93	79	74	75	70	133
Activos intangibles distintos de la	2.223	2.345	2.207	2.176	2.196	2.164
Plusvalía	490	481	468	456	462	450
Propiedades, plantas y equipos	678	681	432	658	688	612
Activos por impuestos corrientes,	372	304	243	266	244	305
Activos biológicos, no corrientes	34	45	-	-	-	-
Propiedades de inversión	5.841	6.400	7.433	8.026	7.702	7.770
Activos por impuestos diferidos	1.231	1.141	1.182	1.212	1.221	1.231
Total de activos no corrientes	15.093	16.266	17.346	20.052	18.711	20.510
Total de activos	32.801	32.565	34.515	37.065	34.487	37.020

Tabla 4.2 – Balance Consolidado I, SOCOVESA (2016-2020), Porcentaje (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
BALANCE CONSOLIDADO	Porcentaje (%)					
ACTIVOS						
Activos Corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	1,43%	1,58%	0,98%	1,93%	1,71%	6,46%
Otros activos financieros, corrientes	0,16%	0,19%	0,49%	0,10%	0,14%	0,11%
Otros activos no financieros, corrientes	0,18%	0,16%	0,10%	0,13%	0,12%	0,12%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	12,29%	17,11%	17,10%	14,29%	12,06%	9,96%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	0,76%	0,01%	0,01%	0,06%	0,03%	0,06%
Inventarios, corrientes	36,98%	27,71%	28,12%	27,49%	28,98%	26,38%
Activos biológicos, corrientes	0,17%	0,04%	0,06%	0,05%	0,01%	0,00%
Activos por impuestos corrientes, corrientes	2,03%	3,26%	2,87%	1,85%	2,69%	1,49%
Total de activos corrientes	53,99%	50,05%	49,74%	45,90%	45,74%	44,60%
Otros activos financieros, no corrientes	0,35%	0,33%	0,31%	0,29%	0,29%	0,29%
Derechos por cobrar, no corrientes	1,10%	0,66%	1,56%	1,25%	0,70%	0,82%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,39%
Inventarios, no corrientes	11,15%	13,71%	13,51%	17,83%	16,78%	19,69%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	0,28%	0,24%	0,21%	0,20%	0,20%	0,36%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	6,78%	7,20%	6,39%	5,87%	6,37%	5,84%
Plusvalía	1,49%	1,48%	1,36%	1,23%	1,34%	1,21%
Propiedades, plantas y equipos	2,07%	2,09%	1,25%	1,78%	2,00%	1,65%
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	1,13%	0,93%	0,70%	0,72%	0,71%	0,82%
Activos biológicos, no corrientes	0,10%	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Propiedades de inversión	17,81%	19,65%	21,53%	21,66%	22,33%	20,99%
Activos por impuestos diferidos	3,75%	3,50%	3,42%	3,27%	3,54%	3,33%
Total de activos no corrientes	46,01%	49,95%	50,26%	54,10%	54,26%	55,40%
Total de activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Los principales activos de la empresa se concentran en dos grandes grupos:

- Inventarios: corresponden a terrenos que tienen definido un plan de construcción para un periodo de dos años, las obras en ejecución, las viviendas terminadas, las viviendas recibidas en parte de pago y los inventarios de materiales.

La política de empresas Socovesa es continuamente invertir en terrenos para el desarrollo de su negocio inmobiliario²¹, manteniendo un stock entre 3 y 5 años de uso. Como se observa en la tabla 3.3, la cuenta de inventarios corrientes representa en promedio un 29,34% del total de activos durante el periodo

²¹ Estados Financieros Socovesa 2019

comprendido, constituyendo la mayor cuenta, llegando el 30 de Junio de 2020 a representar un 26,38% del total de activos.

- Propiedades de inversión: principalmente terrenos y urbanizaciones, sobre los cuales no se espera construir viviendas en un periodo de dos años, y se mantiene en espera de obtener principalmente rentas provenientes de arrendamientos y/o plusvalía. Los bienes inmuebles se deprecian linealmente en la vida útil estimada del bien (entre 20 y 50 años de vida útil).²²

La cuenta de propiedades de inversión representa en promedio un 20,33% de los activos durante el periodo comprendido y se mantiene en niveles estables durante el mismo, llegando a representar al 30 de Junio del 2020, un 20,99% del total de activos.

A nivel general, la empresa mantiene proporcionalidad entre sus activos corrientes y no corrientes, tendiendo a mantener una razón de 1:1 entre ellos, totalizando 37.020 miles de UF al 30 de Junio del 2020.²³

²² *Análisis razonado Socovesa 2020*

²³ *Valor UF al periodo de cierre (Banco Central de Chile)*

A continuación, se presentan las cuentas de pasivos y patrimonio de Empresas Socovesa S.A, en miles de UF calculados al cierre de cada periodo, y en porcentajes:

Tabla 4.3 – Balance Consolidado II, SOCOVESA (2016-2020), miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
BALANCE CONSOLIDADO						
MUF al cierre del periodo						
PATRIMONIO Y PASIVOS						
PASIVOS						
Pasivos Corrientes						
Otros pasivos financieros, corrientes	15.729	14.857	15.900	17.999	16.657	19.257
Cuentas comerciales y otras cuentas	4.467	4.578	4.149	4.972	4.194	3.614
Cuentas por pagar a entidades	349	123	751	393	370	352
Otras provisiones, corrientes	108	108	117	115	120	108
Pasivos por impuestos corrientes,	59	97	63	36	24	41
Otros pasivos no financieros,	0	1	1	1	1	1
Total de pasivos corrientes	20.712	19.765	20.981	23.515	21.366	23.373
Pasivos no corrientes						
Otros pasivos financieros, no	79	-	-	191	212	159
Otras cuentas por pagar, no	39	175	502	303	135	359
Otras provisiones, no corrientes	93	60	66	70	68	62
Pasivo por impuestos diferidos	392	376	373	344	335	315
Total de pasivos no corrientes	603	612	941	907	750	895
Total de pasivos	21.315	20.376	21.921	24.422	22.115	24.267
Patrimonio						
Capital emitido	4.846	4.765	4.632	4.510	4.576	4.450
Primas de emisión	1.882	1.851	1.799	1.752	1.777	1.728
Ganancias (pérdidas) acumuladas	4.378	5.194	5.783	6.042	5.619	6.225
Otras reservas	244	15	22	27	21	33
Patrimonio atribuible a los propietarios	11.351	11.824	12.237	12.331	11.993	12.436
Participaciones no controladoras	135	364	357	312	378	317
Patrimonio total	11.486	12.188	12.594	12.643	12.371	12.753
Total de patrimonio y pasivos	32.801	32.565	34.515	37.065	34.487	37.020

Tabla 4.2 - Balance Consolidado II, SOCOVESA (2016-2020), Porcentaje (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
BALANCE CONSOLIDADO	Porcentaje (%)					
PATRIMONIO Y PASIVOS						
PASIVOS						
Pasivos Corrientes						
Otros pasivos financieros, corrientes	47,95%	45,62%	46,07%	48,56%	48,30%	52,02%
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	13,62%	14,06%	12,02%	13,41%	12,16%	9,76%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	1,06%	0,38%	2,18%	1,06%	1,07%	0,95%
Otras provisiones, corrientes	0,33%	0,33%	0,34%	0,31%	0,35%	0,29%
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	0,18%	0,30%	0,18%	0,10%	0,07%	0,11%
Otros pasivos no financieros, corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total de pasivos corrientes	63,14%	60,69%	60,79%	63,44%	61,95%	63,13%
Pasivos no corrientes						
Otros pasivos financieros, no corrientes	0,24%	0,00%	0,00%	0,51%	0,61%	0,43%
Otras cuentas por pagar, no corrientes	0,12%	0,54%	1,45%	0,82%	0,39%	0,97%
Otras provisiones, no corrientes	0,28%	0,18%	0,19%	0,19%	0,20%	0,17%
Pasivo por impuestos diferidos	1,20%	1,16%	1,08%	0,93%	0,97%	0,85%
Total de pasivos no corrientes	1,84%	1,88%	2,73%	2,45%	2,17%	2,42%
Total de pasivos	64,98%	62,57%	63,51%	65,89%	64,13%	65,55%
Patrimonio						
Capital emitido	14,77%	14,63%	13,42%	12,17%	13,27%	12,02%
Primas de emisión	5,74%	5,68%	5,21%	4,73%	5,15%	4,67%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	13,35%	15,95%	16,76%	16,30%	16,29%	16,81%
Otras reservas	0,74%	0,05%	0,06%	0,07%	0,06%	0,09%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	34,61%	36,31%	35,45%	33,27%	34,78%	33,59%
Participaciones no controladoras	0,41%	1,12%	1,03%	0,84%	1,10%	0,86%
Patrimonio total	35,02%	37,43%	36,49%	34,11%	35,87%	34,45%
Total de patrimonio y pasivos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

La empresa presenta una relación pasivo-patrimonio de aproximadamente 3:1, con la política de destinar la deuda financiera a activos de corto plazo como los descritos anteriormente (excluyendo a los terrenos), mientras que los activos de largo plazo se financian a través de capital.

En esa línea, la empresa se preocupa sistemáticamente que el valor total de sus terrenos sea igual o menor al valor del patrimonio, al mismo tiempo que la deuda financiera sea congruente con la suma de los activos inmobiliarios, excluyendo los terrenos.

La deuda financiera se compone de créditos de corto y mediano plazo, que no corresponden a algún proyecto en particular, sino que son de libre disposición para sus

filiales. Dichas líneas de crédito, llamadas también líneas *revolving*, permiten otorgar flexibilidad operacional a la compañía y una optimización del costo financiero.

Los aumentos en los últimos periodos en la línea de pasivos, como el 14,41% del cierre al 31 de Diciembre 2019, corresponden principalmente a un incremento de Deuda Financiera con el fin antes descrito, mientras que el 0,72% al cierre de 30 Junio de 2020, corresponde a un incremento en deuda financiera para mantener un mayor nivel de caja, como respuesta a la crisis del COVID-19.

4.2. Estado de resultados

A continuación, se presentan los estados de resultados consolidados de Socovesa para los periodos descritos anteriormente, primero en miles de UF (valor cierre de cada periodo) y luego en porcentajes:

Tabla 4.3 – Estado de resultados consolidado, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016 31-12-16	2017 31-12-17	2018 31-12-18	2019 31-12-19	2019(1H) 30-06-19	2020(1H) 30-06-20
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADOS						
MUF al cierre del periodo						
Estados de Resultados						
Ingresos de actividades ordinarias	13.039	14.682	11.824	11.829	4.456	4.710
Costos de ventas	- 9.156	- 10.603	- 8.518	- 8.402	- 3.236	- 3.365
Margen bruto	3.882	4.080	3.307	3.426	1.220	1.345
Otros ingresos, por función	311	266	552	38	13	5
Gastos de administración	- 1.684	- 1.845	- 1.800	- 1.877	- 892	- 798
Otros gastos, por función	- 55	- 104	- 12	- 14	- 18	- 11
Ingresos financieros	43	75	23	27	16	11
Costos financieros	- 487	- 435	- 386	- 517	- 256	- 247
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen	62	23	1	5	1	8
Diferencias de cambio	1	1	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	25	34	42	29	26	31
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.098	2.093	1.726	1.116	107	328
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	- 544	- 569	- 394	- 252	- 4	- 55
Ganancia (pérdida) procedentes de operaciones	1.554	1.523	1.332	864	103	273
Ganancia (Pérdida)	1.554	1.523	1.332	864	103	273
Ganancia (pérdida), atribuible a						
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la	1.339	1.495	1.315	828	77	264
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no	215	29	17	36	26	9
Ganancia (pérdida)	1.554	1.523	1.332	864	103	273
EBITDA	2.608	2.784	2.287	1.907	463	708
EBIT	2.455	2.396	2.048	1.573	323	540

Tabla 4.4 - Estado de resultados consolidado, SOCOVESA (2016-2020), Porcentaje (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS						
EMPRESAS SOCOVESA SA						
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADOS	Porcentaje (%)					
Estados de Resultados						
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de ventas	-70,23%	-72,21%	-72,03%	-71,03%	-72,62%	-71,45%
Margen bruto	29,77%	27,79%	27,97%	28,97%	27,38%	28,55%
Otros ingresos, por función	2,39%	1,81%	4,67%	0,32%	0,30%	0,10%
Gastos de administración	-12,91%	-12,57%	-15,22%	-15,87%	-20,03%	-16,95%
Otros gastos, por función	-0,42%	-0,71%	-0,10%	-0,12%	-0,40%	-0,24%
Ingresos financieros	0,33%	0,51%	0,19%	0,23%	0,35%	0,24%
Costos financieros	-3,74%	-2,96%	-3,26%	-4,37%	-5,75%	-5,24%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen	0,48%	0,16%	0,00%	0,04%	-0,03%	-0,16%
Diferencias de cambio	0,00%	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste	0,19%	0,23%	0,35%	0,25%	0,58%	0,67%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	16,09%	14,25%	14,60%	9,44%	2,41%	6,96%
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	-4,17%	-3,88%	-3,33%	-2,13%	-0,10%	-1,16%
Ganancia (pérdida) procedentes de operaciones	11,92%	10,38%	11,27%	7,31%	2,31%	5,81%
Ganancia (Pérdida)	11,92%	10,38%	11,27%	7,31%	2,31%	5,81%
Ganancia (pérdida), atribuible a						
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la	10,27%	10,18%	11,12%	7,00%	1,73%	5,61%
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no	1,65%	0,20%	0,15%	0,30%	0,58%	0,19%
Ganancia (pérdida)	11,92%	10,38%	11,27%	7,31%	2,31%	5,81%
EBITDA	20,00%	18,96%	19,34%	16,12%	10,39%	15,04%
EBIT	18,83%	16,32%	17,32%	13,30%	7,25%	11,46%

En primer lugar, durante el 2018 y 2019 se evidencia tanto una disminución en los ingresos por ventas de alrededor de un 16% en comparación con los años anteriores, como una disminución del EBITDA y EBIT, esto último explicado por una mayor proporción de los ingresos en gastos de administración y costos financieros, que corresponden a mantener relativamente estables dichos valores al mismo tiempo que bajan los ingresos.

La caída en ventas del 2017 con respecto al 2016, se debe a menores promesas generadas el 2016 y 2017 que fueron escrituradas ese último año, principalmente debido a la caída de 20% en escrituraciones de departamentos nuevos, y 94% de oficinas.

Durante el primer semestre del 2020, a pesar de las condiciones políticas y económicas que sufre el país y el COVID-19, los resultados fueron buenos, debido a que en la industria inmobiliaria la facturación presenta cierto retraso respecto de la venta, ya que las mismas corresponden a promesas generadas durante fines del 2018 y durante el 2019, que se materializan en el primer semestre 2020.

El EBITDA en los periodos correspondientes al 2019 y la primera mitad del 2020, corresponde a 1.907 MUF y 708 MUF, lo que representa un margen EBITDA del 16,12% y 15,04% respectivamente.

4.3. Estado de flujos de efectivo

Tabla 4.5 - Estado consolidado de Flujo de Efectivo, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
ESTADO CONSOLIDADO DE FLUJO DE EFECTIVO						
MUF al cierre del periodo						
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación						
Clases de cobros por actividades de operación						
servicios	12.705	13.762	12.747	13.493	8.504	6.462
Otros cobros por actividades de operación	-	-	-	-	-	34
Clases de pagos						
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	- 8.410	- 8.596	- 10.182	- 11.173	- 6.121	- 3.729
Pagos a y por cuenta de los empleados	- 2.820	- 2.876	- 3.174	- 3.183	- 1.641	- 1.398
Otros pagos por actividades de operación	- 314	- 158	- 440	- 337	- 123	- 407
Dividendos pagados	- 829	- 530	- 670	- 626	- 561	- 245
Dividendos recibidos	64	7	-	6	-	-
Intereses pagados	- 380	- 835	- 945	- 642	- 284	- 291
Intereses recibidos	21	21	12	19	11	3
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	- 226	- 250	- 16	- 128	- 5	- 93
Otras entradas (salidas) de efectivo	140	-	-	-	-	-
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	- 51	546	- 2.637	- 2.313	221	522
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión						
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras	- 39	- 24	-	-	-	61
equipos	19	21	9	740	9	2
Compras de propiedades, plantas y equipos	- 57	- 57	- 25	- 39	- 16	- 13
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	53	-	306	114	5	-
Compras de activos intangibles	- 176	- 155	- 140	- 123	- 8	- 9
Otras entradas (salidas) de efectivo	- 12	- 17	- 26	- 14	- 2	- 6
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	- 213	232	126	678	12	86
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación						
Total importes procedentes de préstamos	2.610	4.088	3.978	6.412	2.642	3.670
Préstamos de entidades relacionadas	-	228	678	-	-	-
Pagos de préstamos	- 2.690	- 4.579	- 2.304	- 3.945	- 1.741	- 2.184
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	- 1	-	-	- 82	- 38	- 47
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	- 21	-	-	- 366	- 374	- 187
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	- 102	263	2.351	2.019	490	1.253
efectivo	- 365	51	160	384	257	1.689
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del año	835	462	499	330	335	704
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	470	513	339	714	591	2.393

En la tabla se encuentran los estados consolidados de flujo de efectivo para el periodo comprendido entre los años 2016 y el primer semestre del 2020, en miles de UF, donde la UF corresponde su valor según el Banco Central a cada día de cierre.

Al 30 de Junio del 2020, el flujo de efectivo muestra un efecto neto positivo de 1.689 MUF. En el consolidado y durante el semestre, el flujo operacional de la compañía presenta un aumento con respecto de su equivalente al año anterior, debido a una mayor

caída del pago de proveedores, empleados y otras actividades de operación, esto fue suficiente para compensar la disminución en la cuenta de cobros de venta de bienes y servicios.

Respecto al flujo procedentes en actividades de inversión, se observa un aumento de mas de 6 veces con respecto al 2018 y 2019, debido a la disminución de la cuenta de importes procedentes de ventas de activos intangibles (durante el primer trimestre del 2019 se realizó la venta de los edificios corporativos, y durante el 2018 por las opciones de compra de terrenos off balance), además de una caída en importes procedentes de la venta de propiedades, plantas y equipos, y mayores salidas de efectivo.

Los flujos procedentes de actividades de financiación vienen en aumento desde el año 2018, debido a un aumento de prestamos destinados a solventar una mayor actividad en las filiales inmobiliarias durante el periodo 2018-2019 y para disminuir el riesgo de liquidez que conlleva la crisis sanitaria por el COVID-19.²⁴

²⁴ *Estados Financieros Socovesa 2016-2020*

4.4. Ratios financieros

Tabla 4.6 – Ratios Financieros, SOCOVESA (2016-2020) (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
RATIOS						
Liquidez						
Liquidez corriente $\text{Activo Corriente} / \text{Pasivo Corriente}$	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x
Razón ácida $(\text{Activo corriente} - \text{inventario} + \text{terrenos corriente}) / \text{Pasivo corriente}$	0,3x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
Endeudamiento						
Leverage $\text{Total pasivos} / \text{Total patrimonio}$	1,9x	1,7x	1,7x	1,9x	1,8x	1,9x
Leverage financiero $\text{Deuda financiera} / \text{Total patrimonio}$	1,4x	1,2x	1,3x	1,4x	1,4x	1,5x
% Deuda corto plazo $\text{Pasivos corriente} / \text{Total pasivos}$	97,2%	97,0%	95,7%	96,3%	96,6%	96,3%
% Deuda largo plazo $\text{Pasivos no corriente} / \text{Total pasivos}$	2,8%	3,0%	4,3%	3,7%	3,4%	3,7%
Cobertura de gasto financiero $\text{EBITDA} / \text{Ctos. Financieros totales}$	3,2x	4,3x	3,6x	2,4x	1,2x	2,2x
Deuda EBITDA $\text{Deuda financiera} / \text{EBITDA}$	6,1x	5,3x	7,0x	9,5x	36,4x	27,4x
Gastos Financieros/Pasivos financieros						
Actividad						
Rotación de inventario $\text{Costo de venta} / \text{Inventarios Corrientes}$	0,8x	1,2x	0,9x	0,8x	0,3x	0,3x
Permanencia de inventarios $\text{Días periodo} / \text{Rotación de inventario} \rightarrow \text{resultado cantidad de d}$	471	310	416	443	565	531
Rentabilidad						
Rentabilidad del patrimonio (ROE) $\text{Ganancia atribuible controladores} / \text{Patrimonio controladores}$	11,8%	12,6%	10,7%	6,7%	0,6%	2,1%
Rentabilidad del activo (ROA) $\text{EBITDA} / \text{Total activos}$	8,0%	8,6%	6,6%	5,1%	1,3%	1,9%
Margen Neto $\text{Ganancia atribuible controladores} / \text{Ingresos por ventas}$	10,3%	10,2%	11,1%	7,0%	1,7%	5,6%
Margen EBITDA $\text{EBITDA} / \text{Ingresos por ventas}$	20,0%	19,0%	19,3%	16,1%	10,4%	15,0%

- **Liquidez:** se puede apreciar en la tabla 3.8 que la liquidez corriente es menor a 1 para todos los periodos comprendidos, manteniéndose estable entre 0,7 y 0,9 veces. Recordemos que la empresa se financia por líneas de crédito *revolving* de corto y mediano plazo, por lo cual presenta adecuados niveles de liquidez. Para el caso de la razón ácida, se descuenta el inventario y se le adicionan los terrenos corrientes, manteniéndose este valor entre 0,3 y 0,4 veces.
- **Endeudamiento:** se observa que la estructura de financiamiento entre pasivos y patrimonio es aproximadamente de 2:1, donde la mayor parte de los pasivos se concentran en el corto plazo y su deuda financiera comprende de 1,2 a 1,5 veces el patrimonio, manteniéndose estable entre el 2016 y 2020. Recordemos que la empresa destina su deuda financiera a activos de corto plazo, mientras que los

activos de largo plazo los financia con capital propio. Adicionalmente, ha aumentado su razón DEUDA-EBITDA en los últimos años, debido a la decisión de aumentar caja, acentuada este último tiempo por la crisis del COVID-19. Sin embargo, mantiene su capacidad de solventar los costos financieros provenientes de dicha deuda con sus flujos operacionales.

- Actividad: la empresa mantiene una permanencia de inventarios en el periodo comprendido en un promedio de 410 días, con una razón promedio costo venta a inventarios corrientes de 0,9 veces.
- Rentabilidad: con el fin de medir a Socovesa en función a las empresas comparables antes descritas, se elaboró un *benchmark* a partir de los ratios de rentabilidad de Besalco, SalfaCorp, PazCorp y Moller & Pérez Cotapos. Para tomar en cuenta el peso específico de cada una de estas empresas, en el caso del ROE, se calculó el promedio ponderado donde el ponderador es el patrimonio contable; en el ROA, se calculó el promedio ponderado donde el ponderador corresponde a los activos contables; en el caso de Margen EBITDA y Margen Neto, se calculó el promedio ponderado donde el ponderador corresponde a los ingresos por ventas. Tanto en rentabilidad sobre patrimonio, como rentabilidad sobre los activos, Socovesa se encuentra en el rango de la industria, con valores superiores o iguales entre el 2016 y 2018, y levemente inferiores durante el 2019 y la primera mitad del 2020. Tanto margen EBITDA como en margen neto, Socovesa es superior al *benchmark*, lo que nos habla de la eficiencia operacional de la empresa. Dicho esto, cabe destacar que todos los indicadores antes

descritos muestran una tendencia a la baja. A continuación, podemos ver el detalle en cada gráfico.

Figura 4.1 - ROE Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)

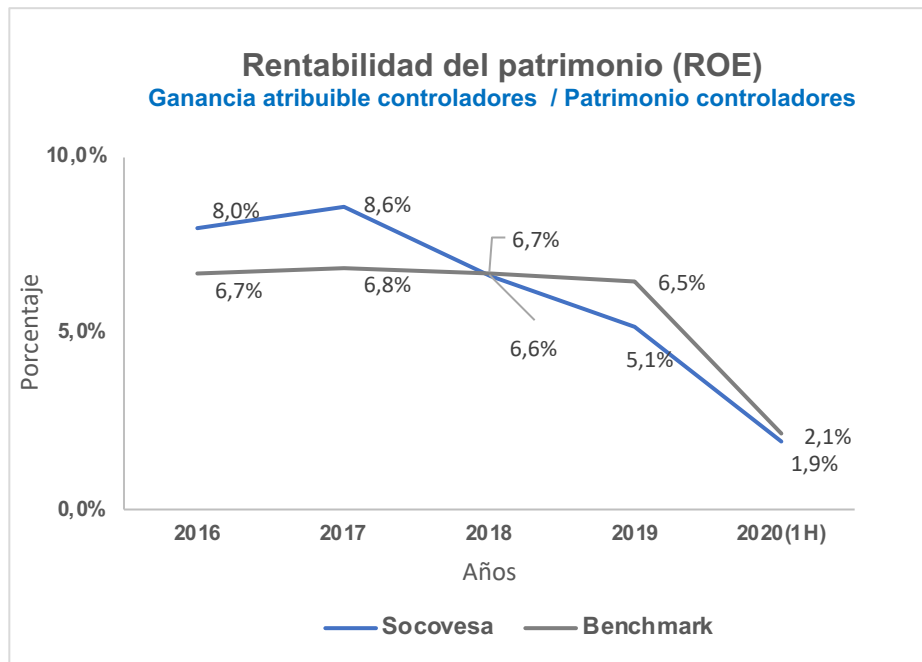


Figura 4.2 - ROA Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)

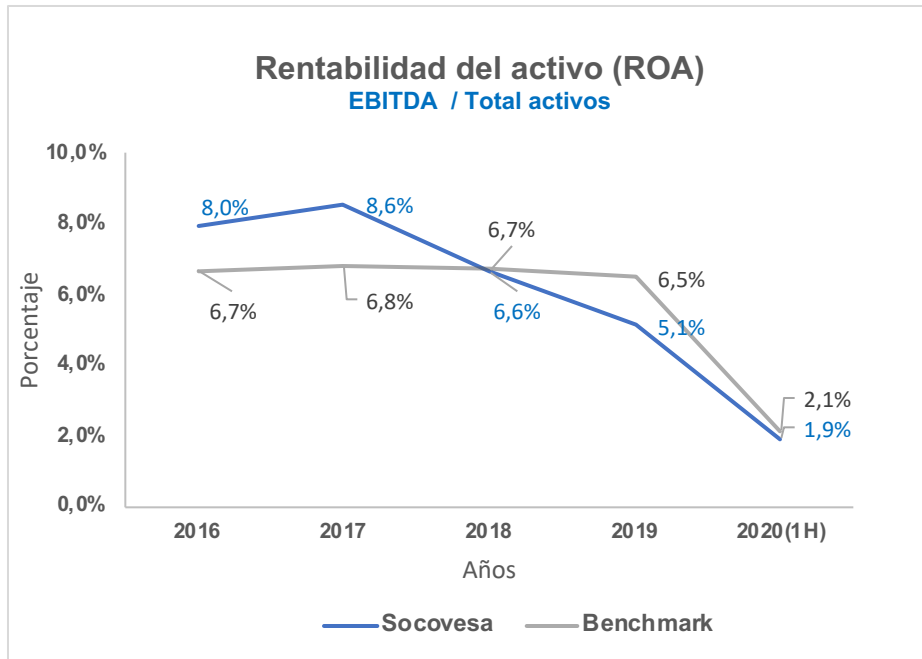


Figura 4.3 – Margen EBITDA Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)

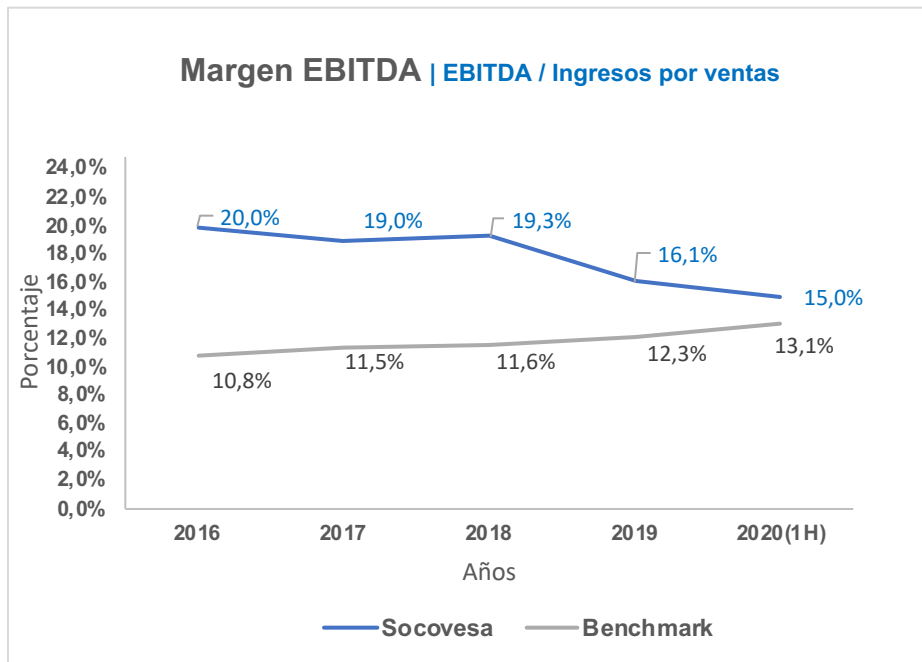
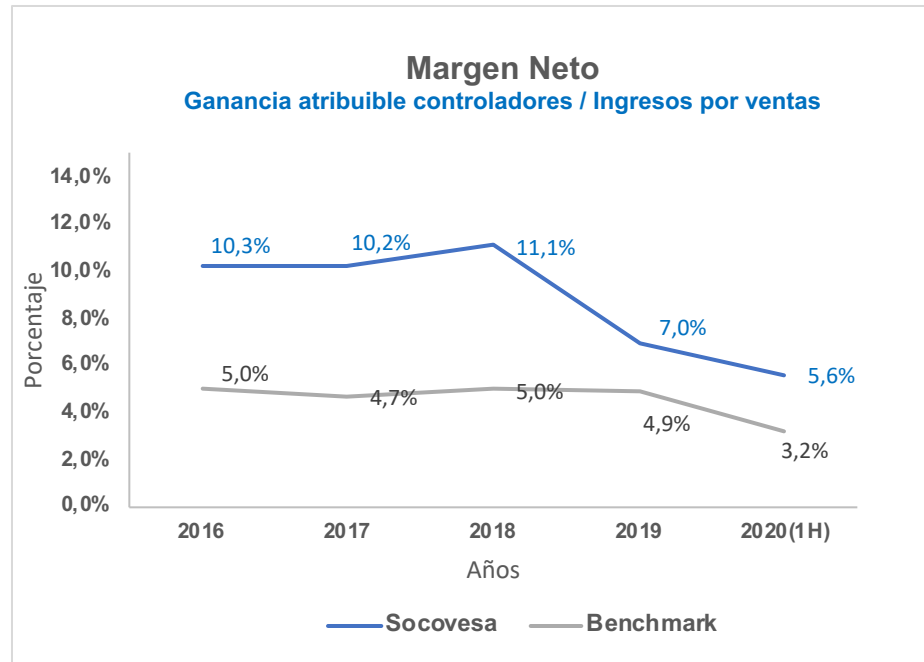


Figura 4.4 – Margen neto Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)



5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Deuda financiera

Tabla 5.1 – Deuda Financiera, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF).

ESTADOS FINANCIEROS	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
SOPORTE miles de UF						
Deuda Financiera						
Pasivos financieros corrientes	15.729	14.857	15.900	17.999	16.657	19.257
<i>Prestamos bancarios</i>	14.545	13.819	14.868	17.270	15.767	18.449
<i>Factoring</i>	450	565	1.032	644	816	729
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	-	-	-	75	69	78
<i>Instrumentos Derivados</i>	735	474	-	9	6	1
Pasivos financieros no corrientes	79	-	-	191	186	159
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	79	-	-	191	186	159
Deuda financiera (B)	15.808	14.857	15.900	18.190	16.843	19.415

La deuda financiera está compuesta por la suma de préstamos bancarios, *factoring*, instrumentos derivados, y pasivos por arrendamiento de corto y largo plazo, agrupados en las cuentas de pasivos financieros corrientes y no corrientes. Durante el periodo

comprendido se observa un alza, debida en mayor medida a un incremento en los préstamos bancarios, que al 30 de Junio del 2020 ascienden a 18.449 UF y constituyen un aumento de la deuda bruta entre el cierre anual del 2016 y el semestral del 2020 de un 23%. Esto, para solventar mayores necesidades de caja (lo que se condice con un incremento de la cuenta de efectivo en el balance) sobre todo en el último periodo con la crisis COVID-19. Como se comentó con anterioridad, se tiene como filosofía destinar estos préstamos, o líneas de crédito *revolving* de corto y mediano plazo de libre disposición, al financiamiento de viviendas terminadas, obras en ejecución y otros activos corrientes, y se trata de mantener igual a la suma de los activos inmobiliarios (excluyendo terrenos) y cuentas por cobrar.

5.1.1. Bonos (detalle deuda financiera)

La empresa no presenta bonos corporativos vigentes según la información disponible en la CMF, SVS y sus estados financieros. En su reemplazo, se detalla el costo total de la deuda financiera, con vencimiento al cierre del 30 de Junio del 2020. Ella se encuentra en su totalidad a tasa fija, en periodos de hasta 360 días, lo que evidencia una exposición de la empresa a cambios de interés a corto plazo.

Adicionalmente, mayores intereses asociados a este tipo de deuda permiten aumentar el valor de la empresa, por cuanto dichos intereses tienen un impacto positivo en disminuir la carga tributaria.

Para ver el detalle de dichos préstamos, consultar Anexo 1 al final del documento:
Instrumentos de deuda financiera Socovesa S.A (fuente: elaboración propia)

5.2. Patrimonio Económico

Se define el patrimonio económico de la empresa, como el producto entre el precio de la acción al cierre del periodo (previa conversión a UF del mismo día) y el número de acciones suscritas y pagadas, que en el caso de Socovesa se mantiene constante durante el periodo descrito.

A continuación el detalle, donde el total del patrimonio económico se encuentra en miles de UF:

Tabla 5.2 – Patrimonio Económico SOCOVESA (2016-2020) (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
MUF al cierre del periodo						
SOPORTE						
Patrimonio Económico de la Empresa						
Número de acciones	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691
Precio de la acción	0,006280 UF	0,013926 UF	0,013379 UF	0,008758 UF	0,012121 UF	0,008110 UF
Total Patrimonio Económico (P)	7.686,225 MUF	17.045,029 MUF	16.375,395 MUF	10.719,762 MUF	14.835,267 MUF	9.926,205 MUF

5.3. Valor Económico de la Empresa

A continuación, se presenta la estructura de capital de Empresas Socovesa S.A desde el año 2016 hasta el 30 de Junio del 2020, donde B es la deuda financiera de la empresa, P es el patrimonio económico y V es la suma de ambos, es decir el valor de la empresa, esto con el fin de poder llegar a una propuesta de estructura objetiva de capital. Con excepción del año 2017 y 2018, donde el precio de la acción se escapa de la tendencia, podemos observar que la estructura de capital se mantiene relativamente estable.

Tabla 5.3 – Estructura de Capital Histórica SOCOVESA (2016-2020) (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
Estructura de Capital de la Empresa						
Razón de endeudamiento de la empresa (B/V)	67,28%	46,57%	49,26%	62,92%	53,17%	66,17%
Razón patrimonio a valor de empresa (P/V)	32,72%	53,43%	50,74%	37,08%	46,83%	33,83%
Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P)	205,67%	87,17%	97,10%	169,68%	113,53%	195,60%

5.4. Estructura de Capital Objetivo

Tabla 5.4 – Estructura de Capital Objetivo calculada mediante Media Armónica (fuente: elaboración propia)

Estructura de Capital	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
B/V	57,05%	62,92%	67,28%	46,57%
P/V	39,83%	37,08%	53,43%	32,72%
B/P	132,84%	169,68%	205,67%	87,17%

Se la calcula la estructura de capital objetivo, mediante el calculo de la media armónica de sus valores, con el fin de suavizar los extremos en los máximos y mínimos.

6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

El costo de capital corresponde al costo de oportunidad de un inversionista con respecto de invertir en la empresa. Este inversionista puede corresponder a un accionista, la banca o cualquier tipo de inversor institucional.

6.1. Costo de la deuda

No podemos evitar notar que las tasas han presentado un comportamiento inusual en los últimos meses, esto se evidencia con la tasa libre de riesgo R_f de 0,13% (BCU-30 al 30 de Junio de 2020) ²⁵ que muestra el Banco Central (ver Anexo 1 – Tasa de libre de riesgo, Banco Central últimos 30 meses). Por ende, para poder considerar un valor menos atípico, se calculó una tasa libre de riesgo sintética correspondiente al promedio simple de los últimos 30 meses a partir de la fecha de valoración, a saber, un R_f de 1,49% y un premio por riesgo de mercado PRM de 6,26%²⁶, que es el Premio de Riesgo de Mercado para Chile según Damodarán. Debido a los acontecimientos socioeconómicos y la situación de la pandemia, esta tasa podría estar subvalorando el efecto riesgo-país, por lo que, al fin de este documento, se realiza en un análisis de sensibilidad del precio de la acción en torno a esta variable. La tasa de impuestos a las corporaciones t_c para el periodo corresponde a un 27%.

La empresa no tiene bonos emitidos al 30 de Junio del 2020, por ende, para el cálculo del costo de la deuda se realiza un sintético correspondiente al costo efectivo de los últimos años, donde K_b , corresponde al promedio simple de los ratios entre los costos

²⁵ Fuente: Banco Central de Chile
https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T3

²⁶ Fuente: Damodaran Online <http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/> Actualización 1/07/2020

financieros en resultado y activados, y los pasivos financieros de Socovesa. Lo que resulta en $K_b = 4,45\%$.

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
ESTIMACIÓN TASA DE INTERÉS - COSTO DE LA DEUDA SOCOVESA						
Otros pasivos financieros, corrientes	15729	14857	15900	17999	16657	19257
Otros pasivos financieros, no corrientes	79	0	0	191	212	159
Total Pasivos Financieros UF	15808	14857	15900	18190	16869	19415
Costo financiero en resultado	487	435	386	517	256	247
Costo financiero activado	333	214	243	264	132	68
Costos Financieros Totales	820	649	629	781	388	315
	5,19%	4,37%	3,95%	4,29%	2,30%	1,62%
<i>Tasa Promedio Linear</i>	4,45%					

El detalle de los préstamos bancarios vigentes de Socovesa, se pueden encontrar en el Anexo 2 del presente informe.

6.2. Beta de la deuda

Estimando el beta de la deuda utilizando Rubinstein, tenemos que:

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

Donde: K_b es el costo de la deuda, R_f es la tasa libre de riesgo, β_d es el beta de la deuda, y PRM es el premio por riesgo de mercado, antes descritos. Despejando, obtenemos que el beta de la deuda es:

$$\beta_d = 0,472$$

6.3. Estimación del beta patrimonial

Para estimar el beta de la acción, se utilizó el modelo de mercado descrito a continuación:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta_p^{c/d} * R_{t,m} * \varepsilon_{t,i}$$

Para ello, se obtuvieron los precios de cierre de cada semana para la acción SOCOVESA y los precios de cierre semanales para el índice de mercado IGPA, ambos durante el

periodo comprendido entre el 1 de Julio de 2016 y 30 de Junio del 2020. Estos valores fueron convertidos a UF, según el valor de ésta a cada cierre, para ajustar por inflación.

Posteriormente, se calcularon los retornos semanales tanto para la acción de la empresa como para el índice de mercado, utilizando dos años de retornos semanales móviles (104 retornos) para estimar mediante el modelo de mercado, el beta de la acción para los años 2017 al 2020 (al 30 de Junio de cada año). Adicionalmente, se calculó la presencia bursátil, contrastando los días que la acción de SOCOVESA transó, con los días hábiles en cada uno de los periodos.

Finalmente, se realizó una regresión para cada periodo, donde la ordenada corresponde a los retornos del índice IGPA, y la abscisa corresponde a los retornos de la acción de SOCOVESA, para obtener los coeficientes descritos en la tabla a continuación:

Tabla 5.6.1 – Resultados de regresión según modelo de mercado para estimar beta de la acción

Indicador	30 Junio 2020	30 Junio 2019	30 Junio 2018	30 Junio 2017
Beta de la acción	0,80726	1,80	1,85	0,66
P-value	2,01E-09	5,33E-14	8,41E-11	1,50E-02
Nº observaciones	104	104	104	104
R2	0,2983	0,4274	0,3399	0,0566
Presencia bursátil	91,80%	100,00%	99,40%	99,80%

De estos resultados, se observa que la empresa muestra una alta presencia bursátil y que los resultados son estadísticamente significativos a un 95% de confianza, ya que los valores *p-value* tienden a 0.

De esta manera se obtiene el beta de la acción, y ya que su valor es menor a 1, se realiza ajuste por sesgo descubierto por Blume (1975):

$$\beta_p^{c/d} = 0,8709$$

6.4. Beta patrimonial sin deuda

Para estimar el beta patrimonial desapalancado, tenemos que:

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

Donde, $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativo histórica, β_d es el beta de la deuda, y $\frac{B}{P}$ es la estructura de capital promedio entre los años 2019 y 2020, que fue el periodo sobre el cual se calculó $\beta_p^{c/d}$ en el punto anterior, a saber $\frac{B}{P} = 1,4409$. bien

Reemplazando entonces $\frac{B}{P} = 1,44087$; $\beta_p^{c/d} = 0,8709$; $t_c = 0,27$ y $\beta_d = 0,472$; tenemos que:

$$\beta_p^{s/d} = 0,6665$$

6.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para obtener el beta patrimonial con deuda, se apalancó el beta patrimonial sin deuda considerando la estructura de capital objetivo de la empresa

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

Donde, $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, $\beta_p^{s/d} = 0,6665$ es el beta patrimonial sin deuda, $t_c = 0,27$ es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, $\beta_d = 0,472$ es el beta de la deuda, y $\frac{B}{P} = 1,3284$ es la estructura de capital objetivo-ajustada.

Obtenemos entonces:

$$\beta_p^{c/d} = 0,8549$$

6.6. Costo patrimonial

Para estimar el costo patrimonial, tenemos que:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

Donde: K_p es el costo patrimonial, $R_f = 1,49$ es la tasa libre de riesgo, $\beta_p^{c/d} = 0,8549$ es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y $PRM = 0,0626$ es el premio por riesgo de mercado.

Luego:

$$K_p = 0,0685$$

6.7. Costo de capital

Para obtener la tasa costo de capital se utilizó el modelo WACC, o costo de capital promedio ponderado. Tenemos que:

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

Donde k_0 es el es el costo de capital promedio ponderado, $\frac{P}{V} = 0,3983$ es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo), $k_p = 0,0685$ es el costo patrimonial, $k_b = 0,0445$ es el costo de la deuda, $t_c = 0,27$ es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y $\frac{B}{V} = 0,5705$ es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

Reemplazando, obtenemos que el costo de capital corresponde a:

$$K_0 = 0,0458$$

Tabla 5.6.2 – Cuadro resumen costo de capital

Indicador	Valor
Rf (tasa libre de riesgo)	1,49%
PRM (premio por riesgo de mercado)	6,26%
Kb (costo de la Deuda)	0,0445
Tc (impuesto corporativo)	27%
Bd (beta de la deuda)	0,4722
Beta acción	0,8709
B/P 2019-2020 (estructura de capital promedio 2019-2020)	1,4409
Bp s/d (beta patrimonial sin deuda)	0,6665
B/P (estructura de capital objetivo ajustada)	1,3284
Bp c/d (beta patrimonial con deuda, apalancado)	0,8549
Kp (costo patrimonial) (rubinstein)	0,0685
B/V (razon endeudamiento de la empresa, objetivo)	0,5705
P/V (razon patrimonio a valor de empresa, objetivo)	0,3983
Ko (costo de capital promedio ponderado)	0,0458

7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

7.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Principalmente, Empresas Socovesa obtiene sus ingresos a través de sus filiales correspondientes al área de desarrollo inmobiliario, donde vende casas y departamentos nuevos, recibe inmuebles en parte de pago y vende terrenos.

Adicionalmente, la unidad de negocio de Ingeniería y Construcción centralizada en la filial “Socovesa Inmobiliaria y Construcción S.A.” está estructurada en distintas filiales y coligadas.²⁷

A continuación, se observa la participación de las filiales en el ingreso, donde se aprecia el crecimiento de Pilares durante el periodo 2016-2017.

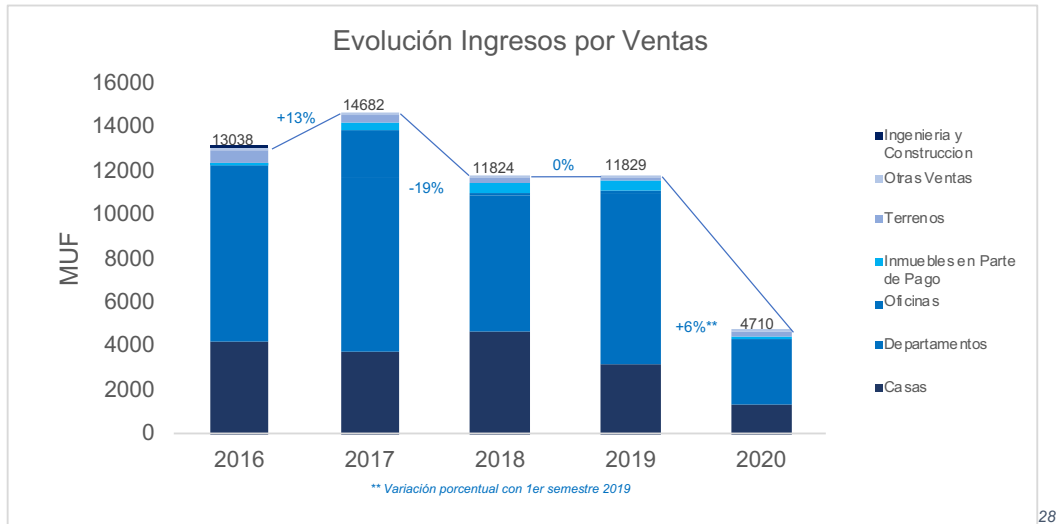
Tabla 7.1 - Participación Filiales en ingresos de Socovesa (fuente: elaboración propia con cifras de los análisis razonados de Socovesa) (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2020
	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
% SOBRE EL INGRESO TOTAL	Porcentaje (%)				
Socovesa	44%	34%	46%	42%	42%
Almagro	46%	37%	40%	46%	45%
Pilares	9%	14%	13%	12%	13%
SDC	0%	15%	1%	0%	0%
Socoicsa	0%	0%	0%	0%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Adicionalmente, podemos observar la línea de tendencia de los ingresos por ventas, divididos en los ítems que lo componen para poder entender su peso específico, que se han mantenido relativamente constantes en el tiempo.

²⁷ Estados Financieros al 30 de Junio 2020, Empresas Socovesa

Figura 7.1 - Evolución ingresos por ventas y sus componentes 2016-2020 (fuente: elaboración propia con cifras de los estados financieros de Socovesa)



Se puede observar que los ingresos durante el 2019 y el 2020 se mantienen altos a pesar del escenario desfavorable en términos económicos y de demanda que sufre el país, en el segundo semestre 2019 y primer semestre 2020, debido al efecto agregado de la crisis social con la pandemia.

Esto se explica, dado que en esta industria los ingresos y las ventas están desacoplados (la facturación-ingreso se ejecuta en periodos posteriores a las promesas), por lo que parte de esos ingresos corresponden a promesas realizadas durante años anteriores. De hecho, debido a las cuarentenas que se han impulsado, se ha visto una disminución en las promesas y escrituras de aquellos proyectos que se encontraban en las comunas afectadas, así como retrasos en la entrega de ciertos proyectos, de que manera que se

²⁸ Crecimiento 2016 vs 2015 fue de un -8%; En 2020, Porcentaje de variación semestral se calculó con respecto a 1er semestre 2019

espera que los ingresos de Socovesa y el resto de la industria se vean afectados negativamente en el futuro.

Abriendo la cuenta de ingresos por ventas, observamos que las proporciones de cada uno de los ítems se mantiene de manera relativamente constante, con un 60% de ellas constituidas en promedio por las ventas de departamentos nuevos, un 30% en la venta de casas nuevas un 3% en inmuebles recibidos en parte pago, otro 3% en ventas de terrenos, y lo restante en otros ítems. Los ingresos desde el 2016 vienen exclusivamente del negocio de desarrollo inmobiliario, ya que el área de ingeniería y construcción no tiene proyectos futuros y solo se mantiene legalmente.

Esto puede ser observado en la tabla a continuación:

Tabla 7.2 – Apertura de cuenta de ingreso de actividades ordinarias de Socovesa en MUF (fuente: elaboración propia con datos de notas a los estados financieros de Socovesa)

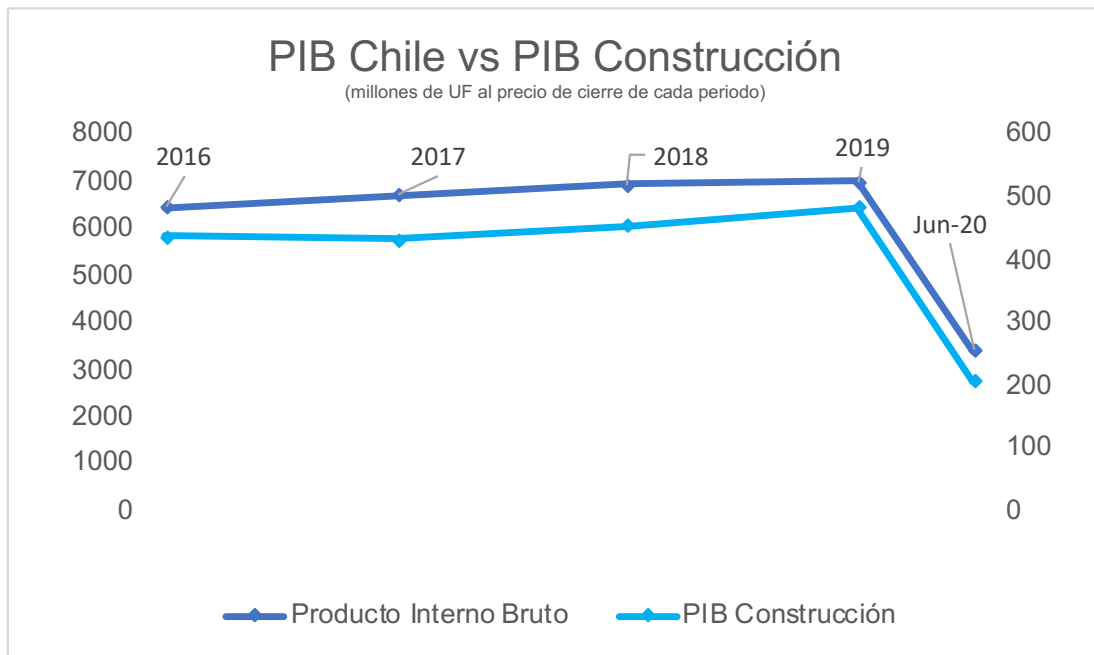
ESTADOS FINANCIEROS	2016	2017	2018	2019	2019(1H)	2020(1H)
EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-19	30-06-20
INGRESO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	MUF al cierre del periodo					
Desarrollo Inmobiliario						
Ventas de Inmuebles	12.203	13.801	10.930	11.042	4.102	4.281
Casas	4.187	3.733	4.638	3.164	1.367	1.313
Departamentos	8.005	7.918	6.175	7.858	2.727	2.968
Oficinas	11	2.151	118	21	8	-
Ventas de inmuebles recibidos en parte de pago	150	417	482	483	230	158
Casas	24	108	66	61	9	30
Departamentos	127	309	416	422	221	128
Venta de terrenos	589	353	267	189	43	181
Otras ventas y servicios	96	111	145	115	81	90
Ventas y servicios varios	49	38	60	14	9	11
Venta agrícola	-	24	38	50	46	48
Venta de servicios (SELAR)	26	26	28	31	16	17
Ingresos por arriendos	21	22	20	21	10	13
Total Desarrollo Inmobiliario	13.038	14.682	11.824	11.829	4.456	4.710
Ingeniería y Construcción						
Venta de terrenos	-	-	-	-	-	-
Edificaciones	-	-	-	-	-	-
Otras ventas y servicios	0	-	-	-	-	-
Ventas y servicios varios	0	-	-	-	-	-
Venta de servicios (SELAR)	-	-	-	-	-	-
Ingresos por arriendos	-	-	-	-	-	-
Total Ingeniería y Construcción	0	-	-	-	-	-
Total Ingreso Actividades Ordinarias	13.039	14.682	11.824	11.829	4.456	4.710

Por todo, lo anterior tomaremos como supuesto que la participación de cada una de las líneas de negocio serán constantes, acorde a lo exhibido en los últimos años.

7.2. Análisis de crecimiento de la industria

Como se expuso con anterioridad, la industria de la construcción es pro-cíclica por cuanto sigue la tendencia del producto interno bruto nacional, y representa en promedio, alrededor de un 7% de este. Podemos ver esta tendencia de manera clara en el gráfico a continuación.

Figura 7.2 - Evolución PIB de Chile y PIB construcción (fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Banco Central de Chile)



En base a esto, se utilizará como supuesto la proyección del PIB nacional como un indicador clave para posteriormente poder proyectar los ingresos de Socovesa en el futuro. Las cifras del PIB nacional y construcción, y su crecimiento, a continuación:

Tabla 7.3 – Crecimiento PIB nacional y construcción (fuente: elaboración propia con datos del Banco Central de Chile)

(Millones de UF)	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20 ²⁹
PIB Construcción	437	432	455	483	207
Producto interno bruto	6435	6708	6939	7010	3416
Crecimiento PIB construcción	3,36%	-1,24%	5,24%	6,21%	-8,35%
Crecimiento PIB	6,77%	4,25%	3,44%	1,02%	-3,23%

Tabla 7.4 – Proyecciones del PIB

Organismo	2020	2021	2022	Largo Plazo
Banco Central de Chile*	Entre -7,5%** y -5,5%	Entre 4,75% y 6,25%	Entre 3% y 4%	3,2%
Encuesta Expectativas Económicas	Entre -7,1%** y -4,8%	Entre 1,9%** y 3,8%	3,2%	
OCDE	-5,6%	3,4%		
Banco Mundial	-4,3%	3,1%		
Cepal	-4,0%			
FMI	-4,5%			
Hacienda	-2,0%			

30

En la tabla 6.4 podemos apreciar una proyección de decrecimiento para el año 2020, y una posterior recuperación, donde la sensibilización de estos valores se da en torno al COVID y si se producen rebotes que conlleven a limitar la actividad económica.

La comercialización de viviendas a nivel nacional se ha contraído durante el cuatro trimestre del 2019 y el primer trimestre del 2020 en un 39,1% y 44,1% respectivamente, esto constituye una de las mayores contracciones en la historia de esta industria.

²⁹ Para el cálculo del crecimiento al 30 de Junio del 2020, toma el valor durante el mismo periodo en el año 2019

³⁰ * Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2020, Banco Central

** En caso de que existan rebotes

Esta caída se experimenta tanto para el segmento departamentos, donde se observó una contracción de 42% y 55,5% para ambos trimestres; como para el segmento de casas, donde la contracción experimentada fue de 28% y 4,7% respectivamente.

Durante Abril 2020, la venta de departamentos se contrajo un 67,6% anual y el segmento de casas un 14,5% anual.

Figura 7.3 - Venta de vivienda nacional (miles de unidades) (fuente: CChC)

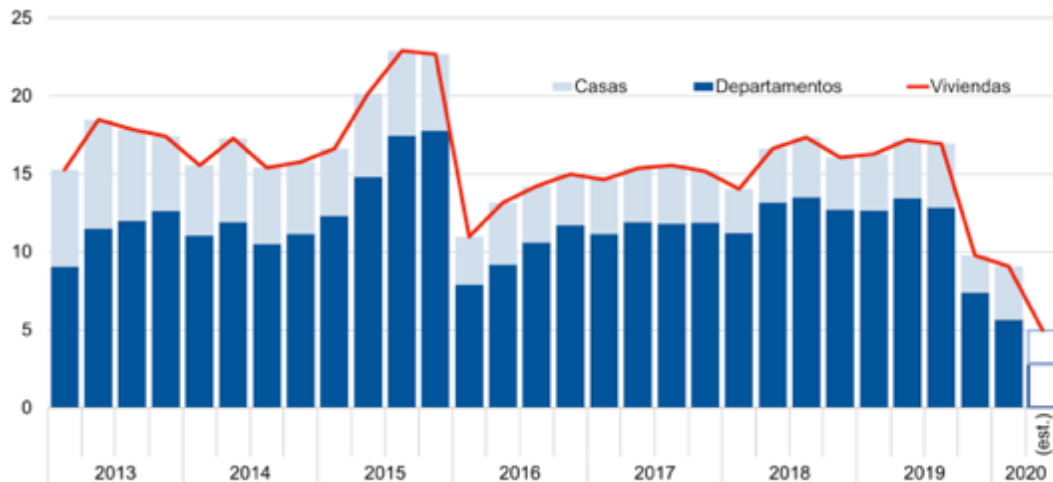


Figura 7.4 - Venta de vivienda nacional (millones de UF) (fuente: CChC)



El IMCE (índice de confianza empresarial de la construcción) – que constituye un indicador adelantado de la inversión y el empleo de este sector - anotó el peor nivel desde su creación, donde es especialmente notorio el deterioro de las expectativas sobre el desempeño de la demanda y de la actividad. Debido a las paralizaciones de obras que se encuentran en las comunas declaradas en cuarentena, se proyectan mayores costos de producción en el sector y un mayor deterioro dentro de la situación del mercado global, generando con ella una disminución de las presiones salariales. Lo anterior se traduce en una caída de la inversión esperada para este año de -11,5%. Esto incluye maquinarias y equipos, nueva infraestructura e inversión en existencias.

Figura 7.5 – Índice mensual confianza empresarial (IMCE) (fuente: CChC en base a estadísticas del Banco Central)

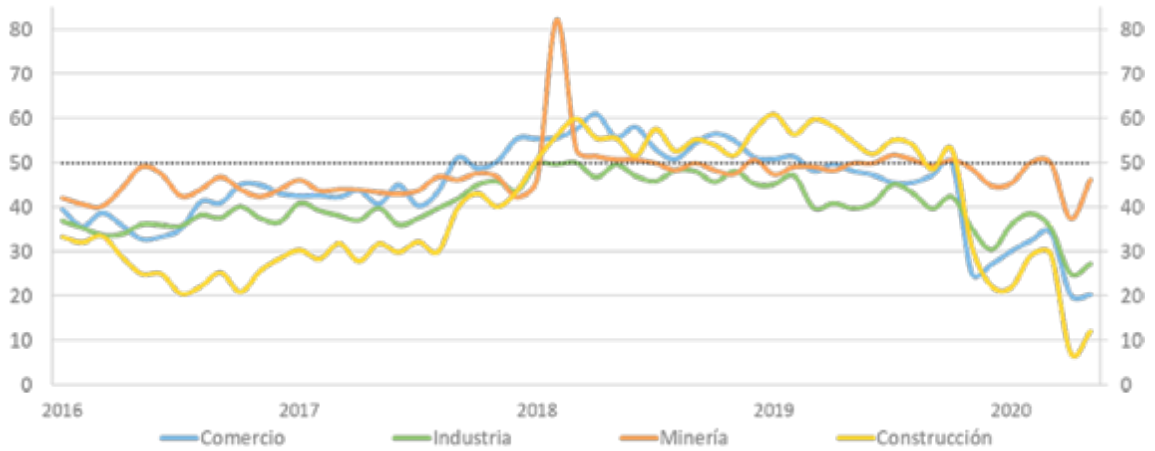
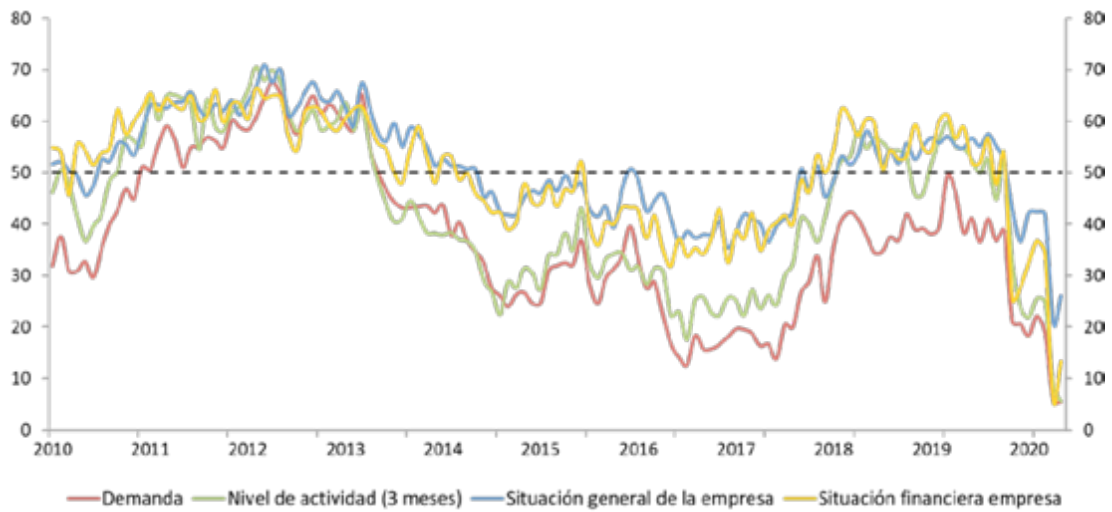
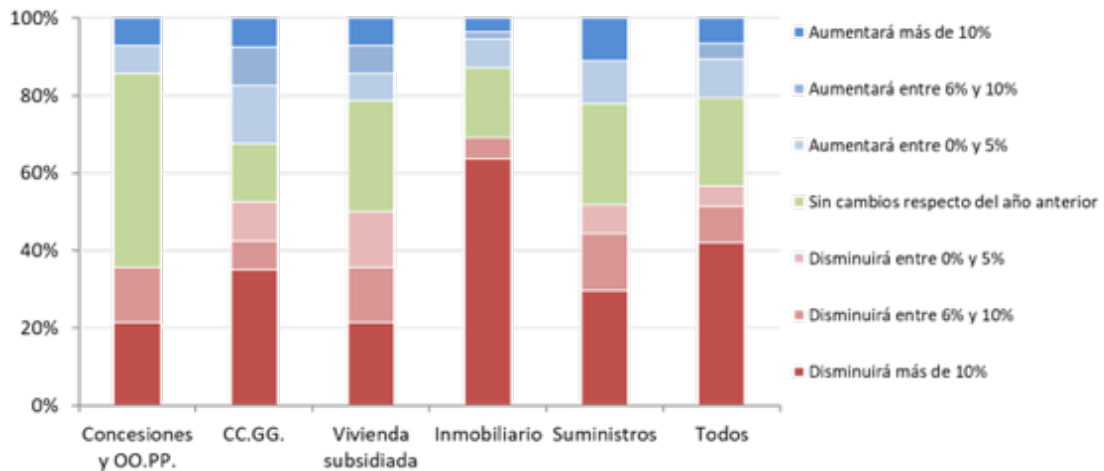


Figura 7.6 – IMCE construcción: percepción sobre la situación actual de la empresa (índice) (fuente: CChC en base a Banco Central, Universidad Adolfo Ibáñez e Icare)



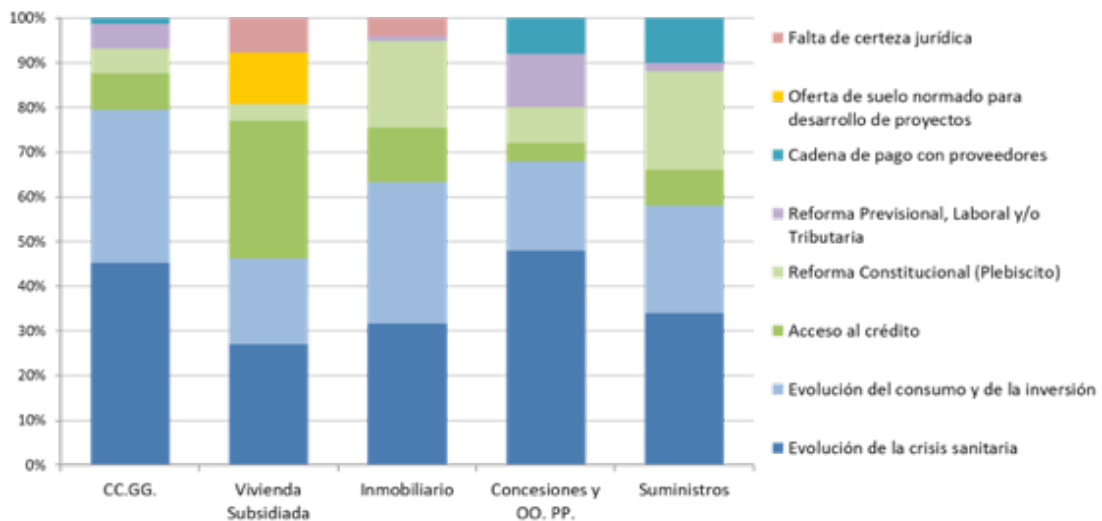
De acuerdo con la Encuesta de Expectativas Sectoriales de la Cámara Chilena de la Construcción acerca de la inversión total proyectada para este año, en torno a un 80% de los encuestados prevé que esta disminuirá (57%) o se mantendrá (23%), mientras que sólo un 21% de las respuestas indica que la inversión podría aumentar en 2020.

Figura 7.7 – Proyección de inversión total para 2020 respecto a lo invertido el 2019 (expectativas por subsector) (fuente: CChC)



Dicha encuesta también señala que los aspectos más preocupantes para la construcción durante el 2020 son la evolución de la crisis sanitaria, el desempeño del consumo e inversión, las restricciones de acceso al crédito y el plebiscito sobre la reforma constitucional. A continuación, el desglose por sectores de la construcción:

Figura 7.8 – Aspectos preocupantes para el sector de la construcción durante 2020 (expectativas por subsector) (fuente: CChC)



Finalmente, con toda esta información se concluye que el país atraviesa un escenario de incertidumbre sin precedentes, donde convendrá tener un criterio conservador en la proyección.

7.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Dentro de este ítem se encuentran los costos de venta, los cuales directa o indirectamente se relacionan con el desarrollo inmobiliario y pueden ser bienes, insumos o materias primas, y los gastos de administración. Los costos de venta representan en los últimos años alrededor de un 70% de los ingresos por ventas de la empresa y siguen la tendencia de esta.

Es importante recordar que, por normativa IFRS, dentro del costo de venta del periodo en cuestión hay costos financieros que fueron activados durante el periodo de construcción de las viviendas y que pasan a resultado en la medida que las viviendas son facturadas (costeadas).³¹

³¹ *Análisis razonado 2019, Socovesa*

Tabla 7.5 – Costos y gastos operacionales Socovesa MUF (fuente: elaboración propia con datos de los EEFF de Socovesa)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2020
	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
COSTOS DE OPERACIÓN	MUF al cierre del período				
Costos de Ventas	-9156	-10603	-8518	-8402	-3365
Gastos de Administración					
Remuneraciones de administración	859	943	880	886	413
Gastos generales	172	180	244	234	107
Gastos de comercialización	294	312	303	272	87
Gastos de mantención stock	138	164	127	129	66
Contribuciones	80	92	105	139	52
Honorarios de administración	111	126	114	145	40
Depreciaciones	19	16	18	59	30
Amortización intangibles	11	9	7	6	3
Donaciones	2	3	2	7	0
Total	1684	1845	1800	1877	798

Respecto a los gastos de administración, la mitad de ellos aproximadamente se componen del ítem remuneraciones, en la tabla siguiente podemos observar el detalle de la composición de estos gastos y concluir que estas también se han mantenido constantes a través de los últimos años.

Tabla 7.6 - Costos y gastos operacionales Socovesa, distribución por ítem (fuente: elaboración propia con datos de los EEFF de Socovesa)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016	2017	2018	2019	2020
	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
COSTOS DE OPERACIÓN	Porcentaje (%)				
Gastos de Administración					
Remuneraciones de administración	51%	51%	49%	47%	52%
Gastos generales	10%	10%	14%	12%	13%
Gastos de comercialización	17%	17%	17%	15%	11%
Gastos de mantención stock	8%	9%	7%	7%	8%
Contribuciones	5%	5%	6%	7%	7%
Honorarios de administración	7%	7%	6%	8%	5%
Depreciaciones	1%	1%	1%	3%	4%
Amortización intangibles	1%	0%	0%	0%	0%
Donaciones	0%	0%	0%	0%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

7.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

A continuación, se describen las cuentas de resultado no operacional de Socovesa:

- Otros ingresos, por función: corresponden a reverso provisiones, utilidad en venta de activos, remisión de acreedores, indemnizaciones recibidas y otros. Es una cuenta de tipo recurrente.
- Otros gastos, por función: corresponden a otros gastos fuera de explotación, pérdida de activos incobrables, pérdida en venta de activo fijo y multas e intereses. Es una cuenta de tipo recurrente.
- Ingresos financieros: corresponden a reajustes e intereses por activos financieros, reajustes e intereses empresas relacionadas y otros. Es una cuenta de tipo recurrente.
- Costos financieros: corresponden a reajustes e intereses créditos bancarios, otros gastos bancarios (mantención de cuentas corrientes, impuestos y gastos de constitución de garantías de préstamos, cuentas vistas y otros costos menores, intereses por *factoring*, reajustes e intereses con empresas relacionadas e intereses pasivos por arrendamiento. Es una cuenta de tipo recurrente.

- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: donde las asociadas o negocios conjuntos corresponden a Madagascar SpA, Inversiones Los Andes, Inversiones Santa Sofía, Inmobiliaria Casas de Hacienda Ltda. Es una cuenta de tipo no recurrente.
- Diferencias de cambio: en activos y pasivos. Es una cuenta de tipo no recurrente.
- Resultados por unidades de reajuste: corresponden a reajustes de otros activos, reajustes de impuestos y reajustes de otros pasivos. Es una cuenta de tipo recurrente.

A continuación, se detalla su evolución, en la tabla 6.7:

Tabla 7.7 – Análisis de cuentas No Operacionales MUF 2016-2020 (fuente: elaboración propia con datos de los EEFF de Socovesa)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016 31-12-16	2017 31-12-17	2018 31-12-18	2019 31-12-19	2019(1H) 30-06-19	2020(1H) 30-06-20
Otros ingresos, por función	311	266	552	38	13	5
Gastos de administración	- 1.684	- 1.845	- 1.800	- 1.877	- 892	- 798
Otros gastos, por función	- 55	- 104	- 12	- 14	- 18	- 11
Ingresos financieros	43	75	23	27	16	11
Costos financieros	- 487	- 435	- 386	- 517	- 256	- 247
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen	62	23	1	5	1	8
Diferencias de cambio	1	1	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	25	34	42	29	26	31

7.5. Análisis de los activos de la empresa

Se determinan los activos de la empresa, y se clasifican en operacionales o no operacionales.

Tabla 7.8 – Análisis de Activos Socovesa (fuente: elaboración propia con datos de EEFF Socovesa)

ESTADOS FINANCIEROS		2020(1H)
EMPRESAS SOCOVESA SA		30-06-20
ACTIVOS		
Activos Corrientes		
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.393	No operacional
Otros activos financieros, corrientes	43	No operacional
Otros activos no financieros, corrientes	45	No operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar,	3.688	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	21	No operacional
Inventarios, corrientes	9.767	Operacional
Activos biológicos, corrientes	1	No operacional
Activos por impuestos corrientes, corrientes	552	No operacional
Total de activos corrientes	16.510	
Otros activos financieros, no corrientes	107	No operacional
Derechos por cobrar, no corrientes	304	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	144	No operacional
Inventarios, no corrientes	7.290	Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método	133	No operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2.164	Operacional
Plusvalía	450	No operacional
Propiedades, plantas y equipos	612	Operacional
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	305	No operacional
Activos biológicos, no corrientes	-	No operacional
Propiedades de inversión	7.770	Operacional
Activos por impuestos diferidos	1.231	No operacional
Total de activos no corrientes	20.510	
Total de activos	37.020	

Se identifican las siguientes cuentas no operacionales:

- Efectivo y equivalentes al efectivo: se compone de efectivo en caja, saldos en bancos y fondos mutuos.

Otros activos financieros y no financieros, corrientes y no corrientes: corresponden a pagarés, instrumentos derivados, depósitos a plazo y otros instrumentos.

- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes y no corrientes: siendo dichas entidades Madagascar SpA, Siena Constructora, Corporación Educacional Emprender, Agrícola San José de Peralillo S.A e Inversiones San Miguel Ltda.
- Activos biológicos corrientes y no corrientes: Los activos biológicos de Socovesa S.A. y subsidiarias están compuestos por plantaciones de vides en formación y alfalfa.
- Activos por impuestos corrientes y no corrientes: La recuperación de los saldos de activos por impuestos diferidos, requieren de la obtención de utilidades tributarias suficientes en el futuro, la Sociedad estima con proyecciones futuras de utilidades que éstas cubrirán el recupero de estos activos. Adicionalmente la sociedad podría recuperar los saldos por impuestos diferidos mediante una

reorganización empresarial, tal como lo permite la normativa tributaria chilena vigente.³²

- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: siendo las asociadas Madagascar SpA, Inversiones Los Andes S.A, Inversiones Santa Sofía S.A e Inmobiliaria Casas de Hacienda Ltda.
- Plusvalía: la sociedad anualmente evalúa si la plusvalía comprada e intangible adquiridos en la combinación de negocio han sufrido algún deterioro. Para realizar la evaluación, la Sociedad, determina los montos recuperables de las unidades generadoras de efectivo sobre la base de cálculos de sus valores en ³³uso, considerando los flujos futuros de efectivo que son generados por los activos asociados a la plusvalía.

³² Estados Financieros al 30 de Junio de 2020, Socovesa

³³ Estados Financieros al 30 de Junio de 2020, Socovesa

8. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

8.1. Ingresos operacionales proyectados

Como se ha comentado en los apartados anteriores, el sector de la construcción es procíclico ya que sigue la tendencia del PIB nacional, representando como PIB construcción un 7% de éste. Adicionalmente, vivimos periodos de inusitada incertidumbre, por lo que seremos conservadores en nuestro análisis de escenarios. Es por ello por lo que para realizar la proyección de los ingresos operacionales en los periodos implícitos y explícitos, se utilizarán las proyecciones del PIB del Banco Central como variable externa.

Tabla 8.1 – Proyecciones del PIB del Banco Central, escenario con y sin rebrote

Proyecciones del PIB según Banco Central	2020E(2H) 31-12-20	2021E 31-12-21	2022E 31-12-22	2023E 31-12-23	2024E 31-12-24	LP
CASO OPTIMISTA						
Proyección PIB sin rebrote	-5,5%	6,25%	4,00%	3,20%	3,20%	3,20%
CASO PESIMISTA						
Proyección PIB con rebrote	-7,5%	4,75%	3,00%	3,20%	3,20%	3,20%

El Banco Central hizo proyecciones en torno a la posibilidad que se diera un rebrote en nuestro país, lo que claramente afectaría la actividad económica, pero en cualquier caso pronostica un crecimiento negativo durante el 2020, debido al efecto compuesto de la crisis social y económica, mas el efecto COVID. Ya que tenemos los resultados operacionales del primer semestre, se utilizó la proyección del banco central en conjunto con los ingresos del primer semestre, para calcular los resultados operacionales del segundo semestre.

Además de dicha variable externa, se consideró también el crecimiento de la empresa en los últimos periodos como una variable interna. Esto para no perder de vista la posición propia de Socovesa y su interacción con el mercado. Debido a que la empresa

prácticamente no mostraba crecimiento acumulado, se promediaron ambas variables, y se definió un escenario optimista (basado en la proyecciones sin rebrote del Banco Central y en el crecimiento histórico de la empresa), un escenario pesimista (basado en las proyecciones con rebrote del Banco Central y en el crecimiento histórico de la empresa), y un escenario que se fue denominado Consenso (que corresponde al punto medio de ambas proyecciones, y al crecimiento histórico de la empresa). Adicionalmente se utilizó como supuesto, que dada la madurez de la empresa y su tamaño, no presentaría crecimiento a perpetuidad. En lo que respecta el resto del documento, se utilizará el escenario de Consenso, salvo en el análisis de sensibilidad donde se expondrá como los distintos escenarios impactan al precio de la acción.

Conforme a dicha metodología se presenta la proyección de los ingresos operacionales en miles de UF y en porcentaje de las distintas unidades de negocios, y su resumen, como Ingresos por actividades ordinarias, del Estado de Resultados proyectado de la compañía en el periodo 2020 (2do semestre) al 2024. Como se expuso anteriormente, para posteriormente poder calcular el valor terminal, se estimó que la empresa no presentaría crecimiento a perpetuidad, por ende, el 2025 presenta los mismos valores que el periodo anterior.

Tabla 8.2 – Supuesto de crecimiento, escenario consenso (fuente: elaboración propia)

CASO MOVIL	CRECIMIENTO PROYECTADO					
	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
Crecimiento	-3,3%	2,8%	1,8%	1,6%	1,6%	0,0%

Tabla 8.3 – Proyección Ingresos Operacionales SOCOVESA en MUF (fuente: elaboración propia)

	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
Ingreso Operacional						
Desarrollo Inmobiliario						
Ventas de Inmuebles	4.168	8.888	9.043	9.188	9.335	9.335
Casas	1.334	2.940	2.991	3.039	3.088	3.088
Departamentos	2.830	5.569	5.667	5.758	5.850	5.850
Oficinas	4	379	385	391	398	398
Ventas de inmuebles recibidos en parte de pago	194	289	294	299	304	304
Casas	19	47	48	49	50	50
Departamentos	175	242	246	250	254	254
Venta de terrenos	110	256	261	265	269	269
Otras ventas y servicios	85	88	89	91	92	92
Ventas y servicios varios	10	30	31	31	32	32
Ventas agrícola	47	21	22	22	22	22
Venta de servicios (SELAR)	17	21	21	22	22	22
Ingresos por arriendos	11	16	16	16	16	16
Total Desarrollo Inmobiliario	4.557	9.521	9.688	9.843	10.000	10.000

Tabla 8.4 – Proyección Ingresos Operacionales SOCOVESA en porcentaje (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2020E(2H) 31-12-20	2021E 31-12-21	2022E 31-12-22	2023E 31-12-23	2024E 31-12-24	2025 31-12-25
CASO MOVIL						
Ingreso Operacional						
Desarrollo Inmobiliario						
Ventas de Inmuebles	91%	93%	93%	93%	93%	93%
Casas	29%	31%	31%	31%	31%	31%
Departamentos	62%	58%	58%	58%	58%	58%
Oficinas	0%	4%	4%	4%	4%	4%
Ventas de inmuebles recibidos en parte de pago	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Casas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Departamentos	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Venta de terrenos	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Otras ventas y servicios	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Ventas y servicios varios	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ventas agrícola	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Venta de servicios (SELAR)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ingresos por arriendos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Desarrollo Inmobiliario	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 8.5 – Proyección Ingresos SOCOVESA en EERR en MUF (fuente: elaboración propia)

	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
Estados de Resultados						
Ingresos de actividades ordinarias	4.557	9.521	9.688	9.843	10.000	10.000

8.2. Costos operacionales proyectados

Para proyectar los costos operacionales, se utilizó la tasa promedio histórica anual promedio conocida, a saber un 71,4% de los ingresos por ventas, debido a la estabilidad de esta relación donde se ve un máximo de 72,6% y un mínimo de 70,2%. Con ello obtenemos la siguiente proyección en miles de UF y en porcentaje para el periodo comprendido en la proyección:

Tabla 8.6 – Costos operacionales proyectados en MUF (fuente: elaboración propia)

	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
Costos Operacionales						
Costos de Ventas	- 3.282	- 6.796	- 6.915	- 7.026	- 7.138	- 7.138
Gastos de Administración						
Remuneraciones de administración	- 415	- 667	- 679	- 690	- 701	- 701
Gastos generales	- 113	- 155	- 158	- 160	- 163	- 163
Gastos de comercialización	- 105	- 221	- 225	- 229	- 232	- 232
Gastos de mantención stock	- 68	- 104	- 106	- 108	- 110	- 110
Contribuciones	- 61	- 77	- 79	- 80	- 81	- 81
Honorarios de administración	- 45	- 93	- 94	- 96	- 97	- 97
Depreciaciones	- 30	- 21	- 21	- 21	- 22	- 22
Amortización intangibles	- 3	- 6	- 6	- 6	- 6	- 6
Donaciones	- 3	- 2	- 2	- 3	- 3	- 3
Total	- 842	- 1.347	- 1.370	- 1.392	- 1.414	- 1.414

Tabla 8.7 – Costos operacionales proyectados en porcentaje (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2020E(2H) 31-12-20	2021E 31-12-21	2022E 31-12-22	2023E 31-12-23	2024E 31-12-24	2025 31-12-25
CASO MOVIL						
Costos Operacionales						
Costos de Ventas	-72%	-71%	-71%	-71%	-71%	-71%
Gastos de Administración						
Remuneraciones de administración	49%	50%	50%	50%	50%	50%
Gastos generales	13%	11%	11%	11%	11%	11%
Gastos de comercialización	12%	16%	16%	16%	16%	16%
Gastos de mantención stock	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Contribuciones	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Honorarios de administración	5%	7%	7%	7%	7%	7%
Depreciaciones	4%	2%	2%	2%	2%	2%
Amortización intangibles	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Donaciones	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

8.3. Resultado no operacional proyectado

Para la proyección de los resultados no operacionales, se identificó que no todos eran recurrentes, por ende se utilizaron valores promedios, por los que los valores a considerar son los siguientes, en miles de UF y en porcentaje para el periodo proyectado.

Tabla 8.8 – Resultado no operacional proyectado en MUF (fuente: elaboración propia)

CASO MOVIL	CRECIMIENTO PROYECTADO					
	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
Otros ingresos, por función	9	219	223	226	230	230
Gastos de administración	- 842	- 1.347	- 1.370	- 1.392	- 1.414	- 1.414
Otros gastos, por función	- 15	- 32	- 33	- 33	- 34	- 34
Ingresos financieros	13	30	31	31	32	32
Costos financieros	- 250	- 341	- 347	- 353	- 358	- 358
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se	- 4	16	16	17	17	17
Diferencias de cambio	- 0	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	28	24	25	25	26	26

Tabla 8.9 – Resultado no operacional proyectado en porcentaje (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2020E(2H) 31-12-20	2021E 31-12-21	2022E 31-12-22	2023E 31-12-23	2024E 31-12-24	2025 31-12-25
CASO MOVIL						
Otros ingresos, por función	0,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Gastos de administración	-18,5%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%
Otros gastos, por función	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Ingresos financieros	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Costos financieros	-5,5%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se	-0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Diferencias de cambio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

8.4. Impuesto corporativo proyectado

El impuesto corporativo a utilizar para la proyección corresponde a un 27% de la ganancia (pérdida) antes de impuesto, que es la tasa que la empresa ha utilizado en los últimos años y la que se encuentra vigente.

A continuación, se expresa el gasto por impuesto a las ganancias proyectado en el periodo, en miles de UF.

Tabla 8.10 – Impuesto corporativo proyectado en MUF (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25
CASO MOVIL						
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	-58	-349	-356	-361	-367	-367

8.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Tabla 8.11 – Estado de resultados proyectado en MUF (fuente: elaboración propia)

CASO MOVIL	PROYECCIÓN					
	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
Estados de Resultados						
Ingresos de actividades ordinarias	4.557	9.521	9.688	9.843	10.000	10.000
Costos de ventas	- 3.282	- 6.796	- 6.915	- 7.026	- 7.138	- 7.138
Margen bruto	1.274	2.725	2.773	2.817	2.862	2.862
Otros ingresos, por función	9	219	223	226	230	230
Gastos de administración	- 842	- 1.347	- 1.370	- 1.392	- 1.414	- 1.414
Otros gastos, por función	- 15	- 32	- 33	- 33	- 34	- 34
Ingresos financieros	13	30	31	31	32	32
Costos financieros	- 250	- 341	- 347	- 353	- 358	- 358
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se	- 4	16	16	17	17	17
Diferencias de cambio	- 0	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	28	24	25	25	26	26
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	214	1.294	1.317	1.338	1.360	1.360
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	- 58	- 349	- 356	- 361	- 367	- 367
Utilidad del Ejercicio	156	945	961	977	992	992

8.5.1. Supuestos utilizados

Se toman como supuestos:

- Que las líneas del estado resultados siguen un comportamiento estable, debido a su comportamiento histórico. (ver apartado siguiente, en “Estado de Resultado Proyectado Porcentual)
- Que la empresa no crece a perpetuidad, primero por su posición ya dominante y consolidada en el mercado, segundo por su tendencia a la baja mostrada en sus ingresos por venta.
- Los crecimientos proyectados obedecen a una lógica mixta de variables externas (recogidas en las proyecciones del Banco Central) e interna (el comportamiento histórico de la empresa), y si bien se castiga el resultado de la empresa en el corto plazo debido a las contingencias vividas por el país, se reconoce una recuperación en el mediano plazo, considerándose esta con un criterio moderado.

- El (gasto) ingreso por impuesto a las ganancias esta expresada en función de los ingresos por ventas, pero que a nivel de tasa, corresponde al 27% descrito en el apartado anterior.

8.6. Estado de resultados proyectado porcentual

En base a los supuestos antes descritos, se muestra el estado de resultados proyectado porcentual en la siguiente tabla:

Tabla 8.12 – Estado de resultados proyectado porcentual (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
SELECCIONAR CASO		31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25
ESTRUCTURA CAPITAL							
Caso: Consenso							
Estructura: Media armónica							
CASO MOVIL							
Crecimiento		-3,3%	2,8%	1,8%	1,6%	1,6%	0,0%
Estados de Resultados							
Ingresos de actividades ordinarias		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costos de ventas		-72,0%	-71,4%	-71,4%	-71,4%	-71,4%	-71,4%
Margen bruto		28,0%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%
Otros ingresos, por función		0,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Gastos de administración		-18,5%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%
Otros gastos, por función		-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Ingresos financieros		0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Costos financieros		-5,5%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		-0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Diferencias de cambio		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste		0,6%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		4,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		-1,3%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%
Utilidad del Ejercicio		3,4%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

9. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

El proyectar los flujos de caja libre es clave, ya que el valor de presente de estos es el punto de partida para poder valorar la empresa. Para obtener dicho flujo, primero es necesario calcular los flujos de caja brutos a partir de las utilidades del ejercicio proyectado para cada periodo, tomando en cuenta la depreciación/amortización, costos e ingresos financieros, y otros ítems que desarrollaremos en esta sección.

9.1. Depreciación y amortización

Es necesario partir proyectando estos gastos, ya que, si bien aparecen disminuyendo las utilidades de la compañía o incrementando sus pérdidas, no constituyen flujo de efectivo para la misma. Socovesa prepara sus estados de resultados “por función”, lo que quiere decir que la depreciación está contenida tanto en el ítem de costo por venta, como en el ítem de gastos de administración, y que la proyección realizada en consecuencia ya suma estos valores, por ello es necesario estimarlos y descontarlos para llegar al flujo de caja bruto. En esa lógica, ya que dichos gastos se proyectaron en función al ingreso, se toma como supuesto que la depreciación y amortización deben también calcularse de esa manera, para ser congruentes. Los gastos de depreciación y amortización de Socovesa sufrieron un cambio en su tendencia debido al arrendamiento de edificios corporativos, por lo que se proyecta la segunda mitad del segundo semestre con la misma tendencia de los últimos dos años, cuyo promedio es 1,2%. A continuación, se expone la proyección de la depreciación y amortización en la siguiente tabla:

Tabla 9.1 – Proyección Depreciación y Amortización (fuente: elaboración propia)

	2016 31-12-16	2017 31-12-17	2018 31-12-18	2019 31-12-19	2019(1H) 30-06-19	2020(1H) 30-06-20
GASTOS POR DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN						
En costo de explotación	34	38	34	33	15	17
En gastos de administración	19	16	18	11	6	6
Depreciación de propiedades de inversión (en costo)	4	4	3	3	2	1
Depreciación activos derecho de uso (GAV)	0	0	0	48	25	23
Depreciación activos derecho de uso (Costo)	0	0	0	27	16	12
Amortización Intangibles	11	9	7	6	3	3
Total Depreciación y Amortización	68	67	62	127	67	61

9.2. Inversión en reposición

Para calcular este ítem, se parte calculando la suma de las compras de propiedades, plantas, equipos y activos intangibles, y se saca la relación entre ésta y la suma de la depreciación y la amortización, como se evidencia en la siguiente tabla:

Tabla 9.2 – Soporte para Inversión en Reposición (fuente: elaboración propia)

	2016 31-12-16	2017 31-12-17	2018 31-12-18	2019 31-12-19	2019(1H) 30-06-19	2020(1H) 30-06-20
INVERSIÓN EN REPOSICIÓN						
Compras de propiedades, plantas y equipos	-57	-57	-25	-39	-16	-13
Compras de activos intangibles	-176	-155	-140	-123	-8	-9
Gasto por depreciación/amortización	68	67	62	127	67	61
(Compras PPE + Activos Intangibles)/(Depreciación+Amortización)	345,1%	316,2%	266,8%	127,0%	35,6%	36,2%

De este calculo, podemos concluir que la empresa invierte un monto mayor del gasto en depreciación, por lo que el excedente debe corresponder a nuevos activos.

En consecuencia, se considera que los valores proyectados de depreciación y amortización, e inversión en reposición, son equivalentes.

9.3. Inversión en capital físico

Para estimar la inversión en capital físico, se analiza el ratio Capex/Ventas, tomando como Capex la suma entre la compra de propiedades, plantas y equipos, y la compra de activos intangibles. Esta información se presenta en el estado de flujo de efectivo de la compañía. Debido a que la inversión en capital físico se realiza en el periodo anterior al periodo a calcular, para el 2024 y 2025 esta inversión será considerada nula. En el primer

caso porque la inversión para ese periodo se realiza durante el 2023, y en el segundo, porque se toma como supuesto que la empresa no crecerá en perpetuidad.

Tabla 9.3 – Soporte para cálculo de Inversión en Activo Fijo (fuente: elaboración propia)

	2016 31-12-16	2017 31-12-17	2018 31-12-18	2019 31-12-19	2019(1H) 30-06-19	2020(1H) 30-06-20
INVERSION EN ACTIVO FIJO						
CAPEX						
Compras de propiedades, plantas y equipos	-57	-57	-25	-39	-16	-13
Compras de activos intangibles	-176	-155	-140	-123	-8	-9
Total Capex	-233	-212	-164	-162	-24	-22
Ingresos por ventas	13039	14682	11824	11829	4456	4710
Ratio CAPEX/Ventas	-1,79%	-1,44%	-1,39%	-1,37%	-0,54%	-0,47%
Propiedades, plantas y equipos	678	681	432	658	688	612
Ingresos por ventas	13039	14682	11824	11829	4456	4710
Ratio PPE/Ventas	5,20%	4,64%	3,65%	5,56%	15,45%	12,99%

9.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Para estimar la inversión (liberación) de capital de trabajo, debemos calcular el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON), ya que están íntimamente relacionadas. CTON es calculado como la diferencia entre Activos y Pasivos Corrientes operacionales. Estos fueron detallados clasificados como tal en el numeral 6 del presente informe, y la suma se evidencia en la siguiente tabla:

Tabla 9.4 – Calculo CTON y RCTON histórico (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016 31-12-16	2017 31-12-17	2018 31-12-18	2019 31-12-19	2019(1H) 30-06-19	2020(1H) 30-06-20
INVERSION (LIBERACIÓN) DE CAPITAL DE TRABAJO						
Activos Corrientes						
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	4030	5572	5903	5297	4158	3688
Inventarios, corrientes	12129	9023	9707	10191	9995	9767
Pasivos Corrientes						
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	4467	4578	4149	4972	4194	3614
CTON (solo lo en naranja)	20626	19173	19759	20460	18346	17069
Ingresos de actividades ordinarias	13039	14682	11824	11829	4456	4710
RCTON	158%	131%	167%	173%	412%	362%
Promedio 2016-2019	157%	157%	157%	157%		

Luego, para poder proyectar la inversión necesaria en capital de trabajo para los años 2020-2025 se calculó el RCTON, que corresponde al comportamiento del capital de

trabajo operativo neto con respecto a los ingresos de actividades ordinarias de la empresa, llegando a un promedio de 157% en la misma, promedio que se utilizará proyectar el CTON en el periodo. Finalmente, calculamos la proyección de la variación del CTON mediante la siguiente fórmula, y en la tabla a continuación:

$$\Delta CTON_t = -(CTON_{t+1} - CTON_t)$$

Tabla 9.5 – CTON proyectado (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS	2020E(2H)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EMPRESAS SOCOVESA SA	31-12-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25
INVERSION (LIBERACIÓN) DE CAPITAL DE TRABAJO							
Ingresos Proyectados (MUF)	4557	9266	9521	9688	9843	10000	10000
RCTON proyectado (%)	157,2%	157,2%	157,2%	157,2%	157,2%	157,2%	157,2%
CTON Proyectado (MUF)		14568	14969	15231	15475	15722	15722
Variación CTON		-401	-262	-244	-248		

9.5. Valor terminal

Para cálculo del valor terminal, se definió como una perpetuidad sin crecimiento, calculado mediante la siguiente fórmula:

$$VT = \frac{FCL_{2025}}{k_0}$$

Se destaca que no se considera inversión en capital físico ni aumento (disminución) de capital de trabajo para los periodos correspondientes al 2024 y 2025. Esto debido a que la primera se realiza al año anterior al periodo a analizar, y la diferencia entre los ingresos 2025 y 2024 es cero.

9.6. Proyección de los flujos de caja libre

Según lo explicado en los puntos anteriores, se presenta la proyección de los flujos de caja libre en la siguiente tabla, los ítems posteriores a la utilidad del ejercicio que se consideraron para llegar al cálculo de los flujos de caja bruto, fueron considerados antes

de impuestos si estos fueron considerados como recurrentes, y después de impuestos si estos fueron considerados como no recurrentes.

Tabla 9.6 – Proyección de los flujos de caja libre (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA	2016 31-12-16	2017 31-12-17	2018 31-12-18	2019 31-12-19	2019(1H) 30-06-19	2020(1H) 30-06-20	2020E(2H) 31-12-20	2021E 31-12-21	2022E 31-12-22	2023E 31-12-23	2024E 31-12-24	2025 31-12-25
VALORACIÓN	% INGRESOS						PROYECCIÓN					
Utilidad (pérdida) del ejercicio	1554	1523	1332	864	103	273	156	945	961	977	992	992
+ Depreciación y amortización	68	67	62	127	67	61	59	113	115	117	118	118
+ Costos financieros	356	317	281	378	187	180	183	249	253	257	262	262
- Ingresos financieros	-31	-55	-17	-20	-11	-8	-10	-22	-22	-23	-23	-23
-/+ Utilidad (pérdida) por asociada	-62	-23	1	-5	1	8	4	-16	-16	-17	-17	-17
+/- Diferencias de cambio	-1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/- Resultado por unidades de reajuste	-25	-34	-42	-29	-26	-31	-28	-24	-25	-25	-26	-26
+/- Ingresos Gastos por Función	-187	-118	-395	-18	3	5	4	-136	-139	-141	-143	-143
Flujo de caja bruto	1672	1679	1222	1298	324	487	368	1108	1128	1146	1164	1164
- Inversión de reposición	-68	-67	-62	-127	-67	-61	-59	-113	-115	-117	-118	-118
- Inversión en capital físico (nueva inversión)	-233	-212	-164	-162	-24	-22	-23	-143	-145	-147		
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							-402	-263	-244	-248		
Flujo de caja libre	1371	1399	996	1009	233	404	-116	590	624	634	1046	1046

10. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

10.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Para determinar el valor presente de los flujos de caja libre, se descuenta el flujo de caja libre de cada periodo, por la tasa de descuento WACC calculada (4,58% en este escenario a considerar) por medio de la siguiente formula, debido a que el primer periodo corresponde a 6 meses:

$$VP = \frac{FCL_{S2,2020}}{(1+k_0)^{0,5}} + \frac{FCL_{2021}}{(1+k_0)^{1,5}} + \frac{FCL_{2022}}{(1+k_0)^{2,5}} + \frac{FCL_{2023}}{(1+k_0)^{3,5}} + \frac{FCL_{2024} + VT}{(1+k_0)^{4,5}}$$

El resultado del valor presente de los flujos de caja libre da como resultado 21.834 miles de UF al 30 de Junio del 2020.

10.2. Déficit (exceso) de capital de trabajo

Posteriormente, se determina si hay un déficit o exceso de capital de trabajo y para ello se utilizan los valores calculados previamente como el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) en la siguiente formula:

$$\Delta CTON = CTON_{30-06-2020} - CTON_{31-12-2020}$$

Debido a que esta diferencia es positiva, se concluye que a la fecha de la valoración la empresa dispone de un exceso de capital de trabajo de 5.236 miles de UF, por lo que será sumado al valor presente de los flujos de caja libre.

10.3. Activos prescindibles

Estos activos corresponden a aquellos que no forman parte de la operación de la empresa, y están compuestos por los activos a continuación:

Tabla 10.1 – Activos prescindibles (fuente: elaboración propia)

ACTIVOS PRESCINDIBLES	miles de UF
Activos Corrientes	
Efectivo y equivalentes al efectivo	2393
Otros activos financieros, corrientes	43
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	21
Activos biológicos, corrientes	1
Activos por impuestos corrientes, corrientes	552
<hr/>	
Otros activos financieros, no corrientes	107
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	133
Plusvalía	450
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	305
Activos biológicos, no corrientes	0
Activos por impuestos diferidos	1231
<hr/>	
Total de activos prescindibles	5236

El total se adiciona en este caso a la suma del valor presente de flujo de caja libre y exceso de capital de trabajo.

10.4. Deuda financiera

A continuación, se detalla la deuda financiera neta en miles de UF al periodo de valoración.

Tabla 10.2 – Deuda financiera al periodo de la valoración (fuente: elaboración propia)

SOPORTE	miles de UF
Deuda Financiera	
Pasivos financieros corrientes	19257
<i>Prestamos bancarios</i>	18449
<i>Factoring</i>	729
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	78
<i>Instrumentos Derivados</i>	1
Pasivos financieros no corrientes	159
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	159
Deuda financiera (B)	19415

Esta deuda corresponde a las líneas de crédito *revolving* que ha contratado la empresa, y deben descontarse del total de activos.

10.5. Valoración económica de la empresa y del precio de la acción

Finalmente, se calcula el precio de la acción como el patrimonio económico dividido en la cantidad de acciones suscritas y pagadas, lo que da un precio para la acción de 219,88 pesos, inferior al precio de la acción real al 30 de Junio del 2020 de 232,73 en un 6%.

A continuación, se presentan los cálculos en detalle:

Tabla 10.3 – Valoración económica y precio de la acción (fuente: elaboración propia)

Valor WACC	4,58%
Valor Presente FCL (en MUF)	21057
Exceso (déficit) CTON (en MUF)	2501
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)	5236
Valor total de Activos (en MUF)	28794
Deuda Financiera (en MUF)	-19415
Patrimonio Económico (en MUF)	9378
Numero de acciones	1.223.935.691
Precio acción proyectado (en UF)	0,008
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)	219,88
Precio acción real en CLP	232,73
Diferencia de precios (en %)	-6%

10.6. Análisis de sensibilidad

En apartados anteriores, se comento que la valoración antes expuesta tendría como supuesto clave el escenario Consenso (promedio entre las proyecciones con y sin rebote del Banco Central) y una estructura de capital calculada mediante media armónica.

No obstante, y especialmente en periodos de alta incertidumbre como en los que nos encontramos, se sugiere ser especialmente conservadores en el análisis, por lo que, para efectos de sensibilización de resultados, se realizó en paralelo la valoración de la empresa en 9 casos, combinando distintas metodologías de calculo en la estructura de

capital y los distintos escenarios de proyección, con los valores de la acción en pesos obtenidos de ésta a continuación:

Tabla 10.4 – Sensibilización precio de la acción en pesos (fuente: elaboración propia)

	Linear	Sensibilizado	Media Armónica
Optimista	196	211	221
Consenso	194	210	220
Pesimista	193	209	219

Estos valores también se expresan en torno a su variabilidad con el precio de la acción real al 30 de Junio del 2020, y se observa que en todos los casos, la valoración da como resultado un menor valor que el precio de la acción real, como se observa en la tabla a continuación:

Tabla 10.5 – Sensibilización vs precio de la acción en porcentajes (fuente: elaboración propia)

	Linear	Sensibilizado	Media Armónica
Optimista	-16%	-9%	-5%
Consenso	-16%	-10%	-6%
Pesimista	-17%	-10%	-6%

Favor consultar desde los Anexos 3 al Anexo 10, donde se muestran las proyecciones para los siguientes casos de combinación escenario-estructura de capital:

- Consenso – Linear (Anexo 3)
- Consenso – Sensibilizado (Anexo 4)
- Optimista – Linear (Anexo 5)
- Optimista – Sensibilizado (Anexo 6)
- Optimista – Media armónica (Anexo 7)

- Pesimista – Linear (Anexo 8)
- Pesimista – Sensibilizado (Anexo 9)
- Pesimista – Media armónica. (Anexo 10)

Finalmente, y volviendo a nuestro escenario inicial, se observa que el precio de la acción es altamente sensible a las variables de tasa de descuento, premio por riesgo de mercado (importante a considerar dada la incertidumbre actual) y costo de la deuda, como se observa en las tablas a continuación:

Tabla 10.6 – Sensibilización en torno a tasa de descuento (fuente: elaboración propia)

Tasa de Descuento		
Cambio (%)	\$/Acción (CLP)	Tasa (%)
0%	\$220	4,58%
-15%	\$314	3,89%
-10%	\$279	4,12%
-5%	\$248	4,35%
+5%	\$195	4,81%
+10%	\$172	5,04%
+15%	\$151	5,27%

Tabla 10.7 – Sensibilización en torno a PRM (fuente: elaboración propia)

PRM (Premio por Riesgo de Mercado)		
Cambio (%)	\$/Acción (CLP)	Tasa (%)
0%	\$220	6,26%
-15%	\$259	5,32%
-10%	\$245	5,63%
-5%	\$232	5,95%
+5%	\$208	6,57%
+10%	\$197	6,89%
+15%	\$186	7,20%

Tabla 10.8 – Sensibilización en torno al costo de la deuda (fuente: elaboración propia)

Costo de la Deuda (Kb)		
Cambio (%)	\$/Acción (CLP)	Kb (%)
0%	\$220	4,45%
-15%	\$256	3,78%
-10%	\$243	4,01%
-5%	\$231	4,23%
+5%	\$209	4,67%
+10%	\$198	4,90%
+15%	\$188	5,12%

11. CONCLUSIÓN

Considerados los análisis propuestos en este documento, el cálculo del valor de la acción de Empresas Socovesa asciende a \$219,88 pesos por acción. En comparación al precio real de la acción al 30 de Junio del 2020, que asciende a \$232,73 pesos por acción, el valor obtenido corresponde a un -6% sobre éste, lo que sugiere que la valoración está dentro de los márgenes de tolerancia aceptables.

Sin embargo, el análisis profundiza sobre la compleja situación que está atravesando el país, por conflictos inéditos sociales y económicos, y una pandemia que sin duda impactará no solo la forma en que el país crecerá si no también en la realidad de la industria, el comportamiento de los inversionistas y otras variables.

En esa línea, el analizar los distintos escenarios y considerarlos, cobra especial relevancia. Es por ello por lo que en esta valoración se consideran 9 escenarios, resultantes de la combinación entre 3 distintas proyecciones de crecimientos y 3 metodologías de cálculo a partir de la información disponible en los estados financieros.

De estos escenarios, todos sugieren que la acción debiese estar bajo el valor de mercado, y es con ellos que con criterio conservador se concluye que la acción en el periodo de valoración está sobrevalorada y que probablemente su valor tienda a la baja en los próximos meses. Los resultados se encuentran en la tabla 10.4 y en los anexos 3 a 10.

12. ANEXOS

Anexo 1 – Tasa de libre de riesgo, Banco Central últimos 30 meses.

Periodo	1.Bonos en UF a 30 años (BCU, BTU)
Jan-2018	2,39%
Feb-2018	2,42%
Mar-2018	2,37%
Apr-2018	2,30%
May-2018	2,29%
Jun-2018	2,29%
Jul-2018	2,27%
Aug-2018	2,17%
Sep-2018	2,14%
Oct-2018	2,20%
Nov-2018	2,13%
Dec-2018	2,03%
Jan-2019	1,93%
Feb-2019	1,83%
Mar-2019	1,71%
Apr-2019	1,53%
May-2019	1,48%
Jun-2019	1,09%
Jul-2019	0,88%
Aug-2019	0,41%
Sep-2019	0,35%
Oct-2019	0,51%
Nov-2019	1,10%
Dec-2019	1,05%
Jan-2020	0,77%
Feb-2020	0,90%
Mar-2020	0,83%
Apr-2020	0,86%
May-2020	0,26%
Jun-2020	0,35%
Promedio	1,49%
(30 meses)	

Anexo 2 - Instrumentos de deuda financiera Socovesa S.A (fuente: EEFF Socovesa Junio 2020)

Detalle al 30.06.2020										
País	Nombre Institución Financiera	Moneda	Tipo de amortización	Tasa Efectiva	Tasa Nominal	Garantía	Corriente			Total Corriente al 30.06.2020 M\$
							Vencimiento hasta 1 mes M\$	Más de 1 a 3 Meses M\$	Más de 3 a 12 Meses M\$	
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,44%	3,44%	Hipotecaria	0	0	7.012.288	7.012.288
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,86%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,86%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,86%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,86%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,86%	2,86%	Hipotecaria	0	0	485.085	485.085
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,26%	2,86%	Hipotecaria	0	0	573.455	573.455
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,26%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,26%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,26%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BANCO CONSORCIO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,26%	2,86%	Hipotecaria	0	0	716.818	716.818
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,60%	1,60%	Hipotecaria	8.162.812	0	0	8.162.812
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,60%	1,60%	Hipotecaria	22.063.263	0	0	22.063.263
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,60%	1,60%	Hipotecaria	9.653.079	0	0	9.653.079
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,99%	3,59%	Hipotecaria	0	4.327.628	0	4.327.628
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,60%	1,60%	Hipotecaria	1.900.121	0	0	1.900.121
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,10%	3,10%	Hipotecaria	0	0	13.106.732	13.106.732
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,89%	1,89%	Hipotecaria	0	0	5.372.244	5.372.244
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,60%	1,60%	Hipotecaria	4.084.627	0	0	4.084.627
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,10%	3,10%	Hipotecaria	0	0	16.524.653	16.524.653
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,43%	3,26%	Hipotecaria	0	0	9.873.997	9.873.997
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,60%	1,60%	Hipotecaria	4.159.676	0	0	4.159.676
Chile	BCI	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,99%	3,59%	Hipotecaria	0	2.885.086	0	2.885.086
Chile	BICE	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,30%	2,30%	Hipotecaria	2.793.349	0	0	2.793.349
Chile	BICE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,71%	3,71%	Hipotecaria	1.761.106	0	0	1.761.106
Chile	BICE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,51%	2,51%	Hipotecaria	8.248.554	0	0	8.248.554
Chile	BICE	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,50%	2,50%	Hipotecaria	0	11.036.070	0	11.036.070
Chile	BICE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,16%	2,76%	Hipotecaria	0	14.408.035	0	14.408.035
Chile	BICE	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,50%	2,50%	Hipotecaria	0	5.465.605	0	5.465.605
Chile	BICE	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,50%	2,50%	Hipotecaria	0	412.308	0	412.308
Chile	BICE	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,50%	2,50%	Hipotecaria	0	4.942.648	0	4.942.648
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,72%	3,72%	Hipotecaria	2.980.996	0	0	2.980.996
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	0	0	2.502.426	2.502.426
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,20%	1,80%	Hipotecaria	0	0	5.633.084	5.633.084
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	0	0	3.546.608	3.546.608
Chile	CHILE	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,27%	1,27%	Hipotecaria	0	0	90.656	90.656
Chile	CHILE	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,27%	1,27%	Hipotecaria	0	0	167.883	167.883
Chile	CHILE	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	1.072.875	0	0	1.072.875
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	0	0	2.869.585	2.869.585
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	2.802.190	0	0	2.802.190
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	3.587.253	0	0	3.587.253
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	0	0	2.619.969	2.619.969
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	0	0	4.520.422	4.520.422
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,20%	1,80%	Hipotecaria	2.059.905	0	0	2.059.905
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,93%	2,52%	Hipotecaria	0	0	1.133.448	1.133.448
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,20%	1,80%	Hipotecaria	0	0	8.626.155	8.626.155
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	0	0	6.944.481	6.944.481
Chile	ITAU-CORPBANCA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,89%	1,89%	Hipotecaria	0	0	1.866.688	1.866.688
Chile	ITAU-CORPBANCA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,78%	1,78%	Hipotecaria	0	0	2.831.722	2.831.722
Chile	ITAU-CORPBANCA	UF	Sujeta a liberación de garantías	3,04%	2,64%	Hipotecaria	0	7.225.137	0	7.225.137
Chile	ITAU-CORPBANCA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,89%	1,89%	Hipotecaria	0	0	11.238.499	11.238.499
Chile	ITAU-CORPBANCA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,18%	2,18%	Hipotecaria	0	0	24.366.234	24.366.234
Chile	ITAU-CORPBANCA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,18%	2,18%	Hipotecaria	0	0	2.744.431	2.744.431
Chile	ITAU-CORPBANCA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,89%	1,89%	Hipotecaria	0	0	1.353.694	1.353.694
Chile	ITAU-CORPBANCA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,18%	2,18%	Hipotecaria	0	0	2.738.604	2.738.604
Chile	ITAU-CORPBANCA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,73%	2,33%	Hipotecaria	0	2.254.719	0	2.254.719
Chile	ITAU-CORPBANCA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,52%	2,52%	Hipotecaria	5.781.615	0	0	5.781.615
Chile	ITAU-CORPBANCA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,52%	2,52%	Hipotecaria	797.631	0	0	797.631

País	Nombre Institución Financiera	Moneda	Tipo de amortización	Tasa Efectiva	Tasa Nominal	Garantía	Corriente			
							Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2020 M\$
							hasta 1 mes M\$	Más de 1 a 3 Meses M\$	Más de 3 a 12 Meses M\$	
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,32%	1,32%	Hipotecaria	0	0	574.918	574.918
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,32%	1,32%	Hipotecaria	0	0	574.918	574.918
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,32%	1,32%	Hipotecaria	0	0	492.821	492.821
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	42.279	42.279
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	718.175	718.175
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,37%	1,37%	Hipotecaria	0	0	287.270	287.270
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,26%	3,26%	Hipotecaria	575.007	0	0	575.007
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,22%	1,22%	Hipotecaria	2.055.824	0	0	2.055.824
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,05%	1,05%	Hipotecaria	0	0	3.707.799	3.707.799
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,77%	1,77%	Hipotecaria	4.012.435	0	0	4.012.435
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,77%	1,77%	Hipotecaria	5.345.468	0	0	5.345.468
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,65%	1,65%	Hipotecaria	0	494.206	0	494.206
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,65%	1,65%	Hipotecaria	0	489.812	0	489.812
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,12%	3,12%	Hipotecaria	0	3.778.142	0	3.778.142
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,00%	1,60%	Hipotecaria	0	0	2.856.498	2.856.498
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,98%	3,58%	Hipotecaria	0	7.212.537	0	7.212.537
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,15%	2,15%	Hipotecaria	5.448.387	0	0	5.448.387
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,15%	2,15%	Hipotecaria	5.298.098	0	0	5.298.098
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,05%	1,65%	Hipotecaria	0	11.211.933	0	11.211.933
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,00%	1,60%	Hipotecaria	0	0	2.856.498	2.856.498
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,32%	2,32%	Hipotecaria	0	3.863.727	0	3.863.727
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,32%	2,32%	Hipotecaria	0	909.360	0	909.360
Chile	ESTADO	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,32%	1,32%	Hipotecaria	0	0	4.692.349	4.692.349
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,50%	3,50%	Hipotecaria	0	2.150.077	0	2.150.077
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,32%	3,32%	Hipotecaria	515.298	0	0	515.298
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,32%	3,32%	Hipotecaria	1.292.041	0	0	1.292.041
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,17%	1,17%	Hipotecaria	0	0	16.700.053	16.700.053
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,50%	3,50%	Hipotecaria	0	2.789.286	0	2.789.286
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,32%	3,32%	Hipotecaria	792.904	0	0	792.904
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,32%	3,32%	Hipotecaria	162.808	0	0	162.808
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	3,32%	3,32%	Hipotecaria	2.777.183	0	0	2.777.183
Chile	ESTADO	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,00%	1,60%	Hipotecaria	0	0	2.856.498	2.856.498
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	3.279.284	3.279.284
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	2.437.692	2.437.692
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	6.071.807	6.071.807
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	3.430.636	3.430.636

País	Nombre Institución Financiera	Moneda	Tipo de amortización	Tasa Efectiva	Tasa Nominal	Garantía	Corriente			
							Vencimiento			Total Corriente al 30.06.2020
							hasta 1 mes	Más de 1 a 3 Meses	Más de 3 a 12 Meses	
M\$	M\$	M\$	M\$							
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	3.774.610	3.774.610
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	5.719.740	5.719.740
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	2.622.308	2.622.308
Chile	SANTANDER	UF	Sujeta a liberación de garantías	2,51%	2,51%	Hipotecaria	0	0	1.440.123	1.440.123
Chile	SANTANDER	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,68%	1,29%	Hipotecaria	0	0	6.128.984	6.128.984
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	5.314.540	5.314.540
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,71%	2,65%	Hipotecaria	0	0	9.793.062	9.793.062
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	6.014.340	6.014.340
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	3.900.427	3.900.427
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	3.933.562	3.933.562
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	3.217.056	3.217.056
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	477.628	477.628
Chile	SANTANDER	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,68%	1,29%	Hipotecaria	0	0	2.891.030	2.891.030
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	3.686.516	3.686.516
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	1.194.114	1.194.114
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	1.324.201	1.324.201
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	6.668.112	6.668.112
Chile	SANTANDER	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,65%	2,65%	Hipotecaria	0	0	1.839.669	1.839.669
Chile	SCOTIABANK-BBVA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	0	0	1.947.560	1.947.560
Chile	SCOTIABANK-BBVA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	0	0	6.259.191	6.259.191
Chile	SCOTIABANK-BBVA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,92%	1,92%	Hipotecaria	0	0	5.429.445	5.429.445
Chile	SCOTIABANK-BBVA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Hipotecaria	0	6.304.097	0	6.304.097
Chile	SCOTIABANK-BBVA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,35%	2,35%	Hipotecaria	6.346.134	0	0	6.346.134
Chile	SCOTIABANK-BBVA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	0	0	1.211.113	1.211.113
Chile	SCOTIABANK-BBVA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	0	0	5.653.438	5.653.438
Chile	SCOTIABANK-BBVA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,92%	1,92%	Hipotecaria	0	0	299.803	299.803
Chile	SCOTIABANK-BBVA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,33%	1,92%	Hipotecaria	0	0	5.706.689	5.706.689
Chile	SCOTIABANK-BBVA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	0	0	1.442.933	1.442.933
Chile	SCOTIABANK-BBVA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	0	0	2.232.070	2.232.070
Chile	SCOTIABANK-BBVA	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,61%	1,61%	Hipotecaria	0	0	2.924.626	2.924.626
Chile	SCOTIABANK-BBVA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,33%	1,92%	Hipotecaria	0	0	2.265.921	2.265.921
Chile	SCOTIABANK-BBVA	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,90%	1,90%	Hipotecaria	2.843.963	0	0	2.843.963
Total Préstamos bancarios							119.374.602	92.160.413	317.887.918	529.422.933
Chile	BCI Factoring	UF	Sujeta a liberación de garantías	1,80%	1,80%	Prenda	3.019.397	0	0	3.019.397
Chile	BCI Factoring	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,68%	1,68%	Prenda	0	0	1.991.787	1.991.787
Chile	BCI Factoring	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	1,68%	1,68%	Prenda	0	0	4.287.048	4.287.048
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,40%	2,40%	Prenda	5.735.015	0	0	5.735.015
Chile	CHILE	PESOS	Sujeta a liberación de garantías	2,40%	2,40%	Prenda	0	5.874.479	0	5.874.479
Total Factoring							8.754.412	5.874.479	6.278.835	20.907.726
Chile	BCI	UF	Al Vencimiento	1,891%	1,891%	Tasa de Interés	0	0	1.232	1.232
Chile	ESTADO	UF	Al Vencimiento	3,320%	3,320%	Tasa de Interés	4.986	0	0	4.986
Chile	ESTADO	UF	Al Vencimiento	3,320%	3,320%	Tipo de cambio	1.989	0	0	1.989
Chile	ESTADO	UF	Al Vencimiento	1,170%	1,170%	Tasa de Interés	0	0	11.187	11.187
Chile	ESTADO	UF	Al Vencimiento	3,320%	3,320%	Tasa de Interés	628	0	0	628
Chile	ESTADO	UF	Al Vencimiento	3,320%	3,320%	Tasa de Interés	10.719	0	0	10.719
Chile	ESTADO	UF	Al Vencimiento	3,320%	3,320%	Tasa de Interés	3.060	0	0	3.060
Chile	ESTADO	UF	Al Vencimiento	1,050%	1,050%	Tasa de Interés	0	0	4.679	4.679
Total Instrumentos Derivados							21.382	0	17.098	38.480
Totales							128.150.396	98.034.892	324.183.851	550.369.135

Anexo 3 – Valoración Escenario Consenso con Estructura de Capital Linear (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025	
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	
SELECCIONAR CASO	Consenso												
ESTRUCTURA CAPITAL	Linear												
		Caso	Descripción					Numero	Caso Móvil				
		Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote					1	1				
		Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote					2	VPN \$/Ac \$ 194 -16%				
		Consenso	Promedio Ambos Casos					3	Precio Ref \$ 233				
CASO MOVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Crecimiento							-3,3%	2,8%	1,8%	1,6%	1,6%	0,0%	
Estados de Resultados													
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.557	9.521	9.688	9.843	10.000	10.000	
Costos de ventas		9.156	10.603	8.518	8.402	3.365	3.282	6.796	6.915	7.026	7.138	7.138	
Margen bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.274	2.725	2.773	2.817	2.862	2.862	
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	219	223	226	230	230	
Gastos de administración		1.684	1.845	1.800	1.877	798	842	1.347	1.370	1.392	1.414	1.414	
Otros gastos, por función		55	104	12	14	11	15	32	33	33	34	34	
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	13	30	31	31	32	32	
Costos financieros		487	435	386	517	247	250	341	347	353	358	358	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	26	26	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	214	1.294	1.317	1.338	1.360	1.360	
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		544	569	394	252	55	58	349	356	361	367	367	
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	156	945	961	977	992	992	
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	156	945	961	977	992	992	
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	113	115	117	118	118	
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	183	249	253	257	262	262	
- Ingresos financieros		31	55	17	20	8	10	22	22	23	23	23	
+/- Utilidad (pérdida) por asociada		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	26	26	
+/- Ingresos Gastos por Función		187	118	395	18	5	4	136	139	141	143	143	
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	368	1.108	1.128	1.146	1.164	1.164	
- Inversión de reposición		68	67	62	127	61	59	113	115	117	118	118	
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		233	212	164	162	22	23	143	145	147	147	147	
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							401	262	244	248			
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	115	591	624	634	1.046	1.046	
Valor terminal													
Valor presente FCL													
Valor WACC		4,81%											
Valor Presente FCL (en MUF)		19.971											
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.501											
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236											
Valor total de Activos (en MUF)		27.708											
Deuda Financiera (en MUF)		19.415											
Patrimonio Económico (en MUF)		8.292											
Numero de acciones		1.223.935.691											
Precio acción proyectado (en UF)		0,007											
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		194,42											
Precio acción real en CLP		232,73											
Diferencia de precios (en %)		-16%											

	Cálculo Linear (2016-2020)	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
	B/V	58,44%	62,92%	67,28%	46,57%
	P/V	41,56%	37,08%	53,43%	32,72%
	B/P	151,04%	169,68%	205,67%	87,17%

Anexo 4 - Valoración Escenario Consenso con Estructura de Capital Sensibilizada (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025	
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	
SELECCIONAR CASO	Consenso												
ESTRUCTURA CAPITAL	Sensibilizado												
	Caso	Descripción					Numero	Caso Móvil					
	Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote					1						
	Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote					2	VPN \$/Ac	\$ 210	-10%			
	Consenso	Promedio Ambos Casos					3	Precio Ref	\$ 233				
CASO MÓVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Crecimiento							-3,3%	2,8%	1,8%	1,6%	1,6%	0,0%	
Estados de Resultados													
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.557	9.521	9.688	9.843	10.000	10.000	
Costos de ventas		9.156	10.603	8.518	8.402	3.365	3.282	6.796	6.915	7.026	7.138	7.138	
Margen bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.274	2.725	2.773	2.817	2.862	2.862	
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	219	223	226	230	230	
Gastos de administración		1.684	1.845	1.800	1.877	798	842	1.347	1.370	1.392	1.414	1.414	
Otros gastos, por función		55	104	12	14	11	15	32	33	33	34	34	
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	13	30	31	31	32	32	
Costos financieros		487	435	386	517	247	250	341	347	353	358	358	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	26	26	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	214	1.294	1.317	1.338	1.360	1.360	
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		544	569	394	252	55	58	349	356	361	367	367	
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	156	945	961	977	992	992	
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	156	945	961	977	992	992	
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	113	115	117	118	118	
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	183	249	253	257	262	262	
- Ingresos financieros		31	55	17	20	8	10	22	22	23	23	23	
-/+ Utilidad (pérdida) por asociada		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	26	26	
+/- Ingresos Gastos por Función		187	118	395	18	5	4	136	139	141	143	143	
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	368	1.108	1.128	1.146	1.164	1.164	
- Inversión de reposición		68	67	62	127	61	59	113	115	117	118	118	
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		233	212	164	162	22	23	143	145	147			
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							401	262	244	248			
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	115	591	624	634	1.046	1.046	
Valor terminal													
Valor presente FCL													
Valor IWACC		4,67%											
Valor Presente FCL (en MUF)		20.634											
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.501											
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236											
Valor total de Activos (en MUF)		28.370											
Deuda Financiera (en MUF)		19.415											
Patrimonio Económico (en MUF)		8.955											
Numero de acciones		1.223.935.691											
Precio acción proyectado (en UF)		0,007											
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		209,96											
Precio acción real en CLP		232,73											
Diferencia de precios (en %)		-10%											

Cálculo Sensibilizado (2016, 2019 y 2020)	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
B/V	65,46%	66,17%	67,28%	62,92%
P/V	34,54%	33,83%	37,08%	32,72%
B/P	190,32%	195,60%	205,67%	169,68%

Anexo 5 - Valoración Escenario Optimista con Estructura de Capital Linear (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025	
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	
SELECCIONAR CASO	Bco Central Optimista												
ESTRUCTURA CAPITAL	Linear												
	Caso	Descripción					Numero	Caso Móvil					
	Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote					1						
	Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote					2	VPN \$/Ac	\$ 196	-16%			
	Consenso	Promedio Ambos Casos					3	Precio Ref	\$ 233				
CASO MOVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Crecimiento							-2,8%	3,1%	2,0%	1,6%	1,6%	0,0%	
Estados de Resultados													
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.580	9.580	9.772	9.928	10.087	10.087	
Costos de ventas		9.156	10.603	8.518	8.402	3.365	3.299	6.838	6.975	7.087	7.200	7.200	
Margen bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.281	2.742	2.797	2.842	2.887	2.887	
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	220	225	228	232	232	
Gastos de administración		1.684	1.845	1.800	1.877	798	847	1.355	1.382	1.404	1.427	1.427	
Otros gastos, por función		55	104	12	14	11	15	32	33	33	34	34	
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	14	30	31	31	32	32	
Costos financieros		487	435	386	517	247	252	343	350	356	361	361	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	29	24	25	25	26	26	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	215	1.302	1.328	1.350	1.371	1.371	
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		544	569	384	252	55	58	352	359	364	370	370	
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	157	951	970	985	1.001	1.001	
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	157	951	970	985	1.001	1.001	
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	113	116	118	119	119	
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	184	251	256	260	264	264	
- Ingresos financieros		31	55	17	20	8	10	22	22	23	23	23	
+/- Utilidad (pérdida) por asociada		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	29	24	25	25	26	26	
+/- Ingresos Gastos por Función		187	118	395	18	5	4	137	140	142	144	144	
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	369	1.115	1.137	1.156	1.174	1.174	
- Inversión de reposición		68	67	62	127	61	59	113	116	118	119	119	
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		233	212	164	162	22	23	143	146	149	149	149	
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							456	301	246	250			
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	169	557	630	640	1.055	1.055	
Valor terminal													
Valor presente FCL													
Valor WACC		4,81%											
Valor Presente FCL (en MUF)		20.055											
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.464											
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236											
Valor total de Activos (en MUF)		27.755											
Deuda Financiera (en MUF)		19.415											
Patrimonio Económico (en MUF)		8.340											
Numero de acciones		1.223.935.691											
Precio acción proyectado (en UF)		0,007											
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		195,54											
Precio acción real en CLP		232,73											
Diferencia de precios (en %)		-16%											

	Cálculo Linear (2016-2020)	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
	B/V	58,44%	62,92%	67,28%	46,57%
	P/V	41,56%	37,08%	53,43%	32,72%
	B/P	151,04%	169,68%	205,67%	87,17%

Anexo 6 - Valoración Escenario Optimista con Estructura de Capital Sensibilizada (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025	
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	
SELECCIONAR CASO	Bco Central Optimista												
ESTRUCTURA CAPITAL	Sensibilizado												
	Caso	Descripción					Numero		Caso Móvil				
	Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote					1		1				
	Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote					2	VPN \$/Ac	\$ 211	-9%			
	Consenso	Promedio Ambos Casos					3	Precio Ref	\$ 233				
CASO MÓVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Crecimiento							-2,8%	3,1%	2,0%	1,6%	1,6%	0,0%	
Estados de Resultados													
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.580	9.580	9.772	9.928	10.087	10.087	
Costos de ventas		9.156	10.603	8.518	8.402	3.365	3.299	6.838	6.975	7.087	7.200	7.200	
Margen Bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.281	2.742	2.797	2.842	2.887	2.887	
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	220	225	228	232	232	
Gastos de administración		1.684	1.845	1.800	1.877	798	847	1.355	1.382	1.404	1.427	1.427	
Otros gastos, por función		55	104	12	14	11	15	32	33	33	34	34	
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	14	30	31	31	32	32	
Costos financieros		487	435	386	517	247	252	343	350	356	361	361	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	29	24	25	25	26	26	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	215	1.302	1.328	1.350	1.371	1.371	
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		544	569	394	252	55	58	352	359	364	370	370	
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	157	951	970	985	1.001	1.001	
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	157	951	970	985	1.001	1.001	
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	113	116	118	119	119	
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	184	251	256	260	264	264	
- Ingresos financieros		31	55	17	20	8	10	22	22	23	23	23	
-/+ Utilidad (pérdida) por asociada		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	29	24	25	25	26	26	
+/- Ingresos Gastos por Función		187	118	395	18	5	4	137	140	142	144	144	
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	369	1.115	1.137	1.156	1.174	1.174	
- Inversión de reposición		68	67	62	127	61	59	113	116	118	119	119	
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		233	212	164	162	22	23	143	146	149			
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							456	301	246	250			
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	169	557	630	640	1.055	1.055	
Valor terminal													
Valor presente FCL													
Valor IWACC		4,67%											
Valor Presente FCL (en MUF)		20.724											
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.464											
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236											
Valor total de Activos (en MUF)		28.424											
Deuda Financiera (en MUF)		19.415											
Patrimonio Económico (en MUF)		9.008											
Numero de acciones		1.223.935.691											
Precio acción proyectado (en UF)		0,007											
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		211,21											
Precio acción real en CLP		232,73											
Diferencia de precios (en %)		-9%											

Cálculo Sensibilizado (2016, 2019 y 2020)	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
B/V	65,46%	66,17%	67,28%	62,92%
P/V	34,54%	33,83%	37,08%	32,72%
B/P	190,32%	195,60%	205,67%	169,68%

Anexo 7 - Valoración Escenario Optimista con Estructura de Capital Media armónica (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025	
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	
SELECCIONAR CASO	Bco Central Optimista												
ESTRUCTURA CAPITAL	Media armónica												
	Caso	Descripción					Numero	Caso Móvil					
	Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote					1						
	Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote					2	VPN \$/Ac	\$ 221	-5%			
	Consenso	Promedio Ambos Casos					3	Precio Ref	\$ 233				
CASO MÓVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Crecimiento							-2,8%	3,1%	2,0%	1,6%	1,6%	0,0%	
Estados de Resultados													
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.580	9.580	9.772	9.928	10.087	10.087	
Costos de ventas		9.156	10.603	8.518	8.402	3.365	3.299	6.838	6.975	7.087	7.200	7.200	
Margen Bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.281	2.742	2.797	2.842	2.887	2.887	
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	220	225	228	232	232	
Gastos de administración		1.684	1.845	1.800	1.877	798	847	1.355	1.382	1.404	1.427	1.427	
Otros gastos, por función		55	104	12	14	11	15	32	33	33	34	34	
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	14	30	31	31	32	32	
Costos financieros		487	435	386	517	247	252	343	350	356	361	361	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	29	24	25	25	26	26	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	215	1.302	1.328	1.350	1.371	1.371	
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		544	569	394	252	55	58	352	359	364	370	370	
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	157	951	970	985	1.001	1.001	
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	157	951	970	985	1.001	1.001	
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	113	116	118	119	119	
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	184	251	256	260	264	264	
- Ingresos financieros		31	55	17	20	8	10	22	22	23	23	23	
-/+ Utilidad (pérdida) por asociada		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	29	24	25	25	26	26	
+/- Ingresos Gastos por Función		187	118	395	18	5	4	137	140	142	144	144	
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	369	1.115	1.137	1.156	1.174	1.174	
- Inversión de reposición		68	67	62	127	61	59	113	116	118	119	119	
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		233	212	164	162	22	23	143	146	149			
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							456	301	246	250			
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	169	557	630	640	1.055	1.055	
Valor terminal													
Valor presente FCL													
Valor IWACC		4,58%											
Valor Presente FCL (en MUF)		21.151											
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.464											
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236											
Valor total de Activos (en MUF)		28.851											
Deuda Financiera (en MUF)		19.415											
Patrimonio Económico (en MUF)		9.435											
Numero de acciones		1.223.935.691											
Precio acción proyectado (en UF)		0,008											
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		221,22											
Precio acción real en CLP		232,73											
Diferencia de precios (en %)		-5%											

Cálculo Media armónica (2016-2020)	Media armónica	Mediana	Máximo	Mínimo
B/V	57,05%	62,92%	67,28%	46,57%
P/V	39,83%	37,08%	53,43%	32,72%
B/P	132,84%	169,68%	205,67%	87,17%

Anexo 8 - Valoración Escenario Pesimista con Estructura de Capital Linear (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25
SELECCIONAR CASO	Bco Central Pesimista											
ESTRUCTURA CAPITAL	Linear											
		Caso	Descripción		Numero		Caso Móvil					
		Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote		1		1					
		Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote		2		VPN \$/Ac \$ 193 -17%					
		Consenso	Promedio Ambos Casos		3		Precio Ref \$ 233					
CASO MOVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN					
Crecimiento							-3,8%	2,4%	1,5%	1,6%	1,6%	0,0%
Estados de Resultados												
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.533	9.462	9.604	9.758	9.914	9.914
Costos de ventas		- 9.156	- 10.603	- 8.518	- 8.402	- 3.365	- 3.265	- 6.754	- 6.855	- 6.965	- 7.076	- 7.076
Margen bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.268	2.708	2.749	2.793	2.838	2.838
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	217	221	224	228	228
Gastos de administración		- 1.684	- 1.845	- 1.800	- 1.877	- 798	- 838	- 1.338	- 1.358	- 1.380	- 1.402	- 1.402
Otros gastos, por función		- 55	- 104	- 12	- 14	- 11	- 14	- 32	- 32	- 33	- 33	- 33
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	13	30	30	31	31	31
Costos financieros		- 487	- 435	- 386	- 517	- 247	- 249	- 339	- 344	- 350	- 355	- 355
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	- 1	5	8	4	16	16	16	17	17
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	25	25
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	212	1.286	1.306	1.327	1.348	1.348
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		- 544	- 569	- 384	- 252	- 55	- 57	- 347	- 353	- 358	- 364	- 364
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	155	939	953	968	984	984
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN					
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	155	939	953	968	984	984
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	112	114	116	117	117
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	182	248	251	255	259	259
- Ingresos financieros		- 31	- 55	- 17	- 20	- 8	- 10	- 22	- 22	- 22	- 23	- 23
+/- Utilidad (pérdida) por asociada		- 62	- 23	- 1	- 5	- 8	- 4	- 16	- 16	- 16	- 17	- 17
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	25	25
+/- Ingresos Gastos por Función		- 187	- 118	- 395	- 18	5	4	- 136	- 138	- 140	- 142	- 142
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	366	1.101	1.118	1.136	1.154	1.154
- Inversión de reposición		- 68	- 67	- 62	- 127	- 61	- 59	- 112	- 114	- 116	- 117	- 117
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		- 233	- 212	- 164	- 162	- 22	- 23	- 142	- 144	- 146	- 146	- 146
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo		- 345	- 223	- 242	- 245	- 345	- 345	- 223	- 242	- 245	- 245	- 245
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	61	625	619	629	1.037	1.037
Valor terminal												
Valor presente FCL												
Valor WACC		4,81%										
Valor Presente FCL (en MUF)		19.886										
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.538										
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236										
Valor total de Activos (en MUF)		27.660										
Deuda Financiera (en MUF)		19.415										
Patrimonio Económico (en MUF)		8.245										
Numero de acciones		1.223.935.691										
Precio acción proyectado (en UF)		0,007										
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		193,31										
Precio acción real en CLP		232,73										
Diferencia de precios (en %)		-17%										

	Cálculo Linear (2016-2020)	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
B/V		58,44%	62,92%	67,28%	46,57%
P/V		41,56%	37,08%	53,43%	32,72%
B/P		151,04%	169,68%	205,67%	87,17%

Anexo 9 - Valoración Escenario Pesimista con Estructura de Capital Sensibilizada (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025	
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	
SELECCIONAR CASO	Bco Central Pesimista												
ESTRUCTURA CAPITAL	Sensibilizado												
	Caso	Descripción					Numero	Caso Móvil					
	Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote					1						
	Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote					2	VPN \$/Ac	\$ 209	-10%			
	Consenso	Promedio Ambos Casos					3	Precio Ref	\$ 233				
CASO MÓVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Crecimiento							-3,8%	2,4%	1,5%	1,6%	1,6%	0,0%	
Estados de Resultados													
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.533	9.462	9.604	9.758	9.914	9.914	
Costos de ventas		9.156	10.603	8.518	8.402	3.365	3.265	6.754	6.855	6.965	7.076	7.076	
Margen Bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.268	2.708	2.749	2.793	2.838	2.838	
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	217	221	224	228	228	
Gastos de administración		1.684	1.845	1.800	1.877	798	838	1.338	1.358	1.380	1.402	1.402	
Otros gastos, por función		55	104	12	14	11	14	32	32	33	33	33	
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	13	30	30	31	31	31	
Costos financieros		487	435	386	517	247	249	339	344	350	355	355	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	25	25	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	212	1.286	1.306	1.327	1.348	1.348	
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		544	569	394	252	55	57	347	353	358	364	364	
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	155	939	953	968	984	984	
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	155	939	953	968	984	984	
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	112	114	116	117	117	
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	182	248	251	255	259	259	
- Ingresos financieros		31	55	17	20	8	10	22	22	22	23	23	
-/+ Utilidad (pérdida) por asociada		62	23	1	5	8	4	16	16	16	17	17	
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	25	25	
+/- Ingresos Gastos por Función		187	118	395	18	5	4	136	138	140	142	142	
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	366	1.101	1.118	1.136	1.154	1.154	
- Inversión de reposición		68	67	62	127	61	59	112	114	116	117	117	
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		233	212	164	162	22	23	142	144	146			
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							345	223	242	245			
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	61	625	619	629	1.037	1.037	
Valor terminal													
Valor presente FCL													
Valor IWACC		4,67%											
Valor Presente FCL (en MUF)		20.544											
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.538											
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236											
Valor total de Activos (en MUF)		28.318											
Deuda Financiera (en MUF)		19.415											
Patrimonio Económico (en MUF)		8.902											
Numero de acciones		1.223.935.691											
Precio acción proyectado (en UF)		0,007											
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		208,72											
Precio acción real en CLP		232,73											
Diferencia de precios (en %)		-10%											

Cálculo Sensibilizado (2016, 2019 y 2020)	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
B/V	65,46%	66,17%	67,28%	62,92%
P/V	34,54%	33,83%	37,08%	32,72%
B/P	190,32%	195,60%	205,67%	169,68%

Anexo 10 - Valoración Escenario Pesimista con Estructura de Capital Media armónica (fuente: elaboración propia)

ESTADOS FINANCIEROS EMPRESAS SOCOVESA SA		2016	2017	2018	2019	2020(1H)	2020E(2H)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025	
		31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	
SELECCIONAR CASO	Bco Central Pesimista												
ESTRUCTURA CAPITAL	Media armónica												
	Caso	Descripción					Numero	Caso Móvil					
	Bco Central Optimista	PIB proyectado sin rebrote					1						
	Bco Central Pesimista	PIB proyectado con rebrote					2	VPN \$/Ac \$ 219	-6%				
	Consenso	Promedio Ambos Casos					3	Precio Ref \$ 233					
CASO MÓVIL		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Crecimiento							-3,8%	2,4%	1,5%	1,6%	1,6%	0,0%	
Estados de Resultados													
Ingresos de actividades ordinarias		13.039	14.682	11.824	11.829	4.710	4.533	9.462	9.604	9.758	9.914	9.914	
Costos de ventas		9.156	10.603	8.518	8.402	3.365	3.265	6.754	6.855	6.965	7.076	7.076	
Margen bruto		3.882	4.080	3.307	3.426	1.345	1.268	2.708	2.749	2.793	2.838	2.838	
Otros ingresos, por función		311	266	552	38	5	9	217	221	224	228	228	
Gastos de administración		1.684	1.845	1.800	1.877	798	838	1.338	1.358	1.380	1.402	1.402	
Otros gastos, por función		55	104	12	14	11	14	32	32	33	33	33	
Ingresos financieros		43	75	23	27	11	13	30	30	31	31	31	
Costos financieros		487	435	386	517	247	249	339	344	350	355	355	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que		62	23	1	5	8	4	16	16	17	17	17	
Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultados por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	25	25	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		2.098	2.093	1.726	1.116	328	212	1.286	1.306	1.327	1.348	1.348	
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias		544	569	394	252	55	57	347	353	358	364	364	
Utilidad del Ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	155	939	953	968	984	984	
VALORACIÓN		% INGRESOS					PROYECCIÓN						
Utilidad (pérdida) del ejercicio		1.554	1.523	1.332	864	273	155	939	953	968	984	984	
+ Depreciación y amortización		68	67	62	127	61	59	112	114	116	117	117	
+ Costos financieros		356	317	281	378	180	182	248	251	255	259	259	
- Ingresos financieros		31	55	17	20	8	10	22	22	22	23	23	
-/+ Utilidad (pérdida) por asociada		62	23	1	5	8	4	16	16	16	17	17	
+/- Diferencias de cambio		1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Resultado por unidades de reajuste		25	34	42	29	31	28	24	25	25	25	25	
+/- Ingresos Gastos por Función		187	118	395	18	5	4	136	138	140	142	142	
Flujo de caja bruto		1.672	1.679	1.222	1.298	487	366	1.101	1.118	1.136	1.154	1.154	
- Inversión de reposición		68	67	62	127	61	59	112	114	116	117	117	
- Inversión en capital físico (nueva inversión)		233	212	164	162	22	23	142	144	146	146	146	
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo							345	223	242	245			
Flujo de caja libre		1.371	1.399	996	1.009	404	61	625	619	629	1.037	1.037	
Valor terminal											22.631		
Valor presente FCL							59	584	553	538	19.348		
Valor IWACC		4,58%											
Valor Presente FCL (en MUF)		20.963											
Exceso (déficit) CTON (en MUF)		2.538											
Activos prescindibles u otros activos (en MUF)		5.236											
Valor total de Activos (en MUF)		28.737											
Deuda Financiera (en MUF)		19.415											
Patrimonio Económico (en MUF)		9.322											
Numero de acciones		1.223.935.691											
Precio acción proyectado (en UF)		0,008											
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)		218,56											
Precio acción real en CLP		232,73											
Diferencia de precios (en %)		-6%											

Cálculo Media armónica (2016-2020)	Media armónica	Mediana	Máximo	Mínimo
B/V	57,05%	62,92%	67,28%	46,57%
P/V	39,83%	37,08%	53,43%	32,72%
B/P	132,84%	169,68%	205,67%	87,17%

13. LISTA DE FIGURAS E ILUSTRACIONES

<i>Figura 3.1 – Evolución del PIB nacional, sector construcción y sus variaciones, Dic'2016-Jun'20 (fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central)</i>	17
<i>Figura 3.2 – Evolución empleo por categoría ocupacional (var anual %) (fuente: CChC en base a estadísticas del INE)</i>	18
<i>Figura 3.3 – Proyección 2020 para la tasa de desempleo de la construcción (en %) (fuente: CChC en base a datos del INE)</i>	19
<i>Figura 3.4 – Distribución Segmentos de Negocio de Empresas Socovesa - Ventas (fuente: elaboración propia con información de EEFF)</i>	22
<i>Figura 3.5 – Distribución Ingresos de Empresas Socovesa por Filiales (fuente: elaboración propia con información de EEFF)</i>	23
<i>Figura 4.1 - ROE Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)</i>	51
<i>Figura 4.2 - ROA Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)</i>	52
<i>Figura 4.3 – Margen EBITDA Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)</i>	52
<i>Figura 4.4 – Margen neto Socovesa vs Benchmark (fuente: elaboración propia)</i>	53
<i>Figura 7.1 - Evolución ingresos por ventas y sus componentes 2016-2020 (fuente: elaboración propia con cifras de los estados financieros de Socovesa)</i>	64
<i>Figura 7.2 - Evolución PIB de Chile y PIB construcción (fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Banco Central de Chile)</i>	66
<i>Figura 7.3 - Venta de vivienda nacional (miles de unidades) (fuente: CChC)</i>	68
<i>Figura 7.4 - Venta de vivienda nacional (millones de UF) (fuente: CChC)</i>	69
<i>Figura 7.5 – Índice mensual confianza empresarial (IMCE) (fuente: CChC en base a estadísticas del Banco Central)</i>	70
<i>Figura 7.6 – IMCE construcción: percepción sobre la situación actual de la empresa (índice) (fuente: CChC en base a Banco Central, Universidad Adolfo Ibáñez e Icare)</i>	70

Figura 7.7 – Proyección de inversión total para 2020 respecto a lo invertido el 2019
(expectativas por subsector) (fuente: CChC).....71

Figura 7.8 – Aspectos preocupantes para el sector de la construcción durante 2020
(expectativas por subsector) (fuente: CChC).....71

14. LISTA DE TABLAS

<i>Tabla 3.1 – Antecedentes SOCOVESA (fuente: Elaboración propia)</i>	20
<i>Tabla 3.2 – Información General Empresas SOCOVESA (fuente: elaboración propia con EEFF de la empresa)</i>	21
<i>Tabla 3.3 – Identificación de los 12 mayores accionistas SOCOVESA (fuente: Memoria Anual 2019 Socovesa)</i>	28
<i>Tabla 3.4 – Estructura de propiedad (accionistas controladores) (fuente: Memoria anual 2019 Socovesa)</i>	29
<i>Tabla 3.5 – Antecedentes SALFACORP (fuente: Elaboración propia)</i>	30
<i>Tabla 3.6 – Antecedentes PAZCORP (fuente: elaboración propia)</i>	32
<i>Tabla 3.7 – Antecedentes BESALCO (fuente: Elaboración propia)</i>	34
<i>Tabla 3.8 – Antecedentes MOLLER&PEREZ-COTAPOS (fuente: Elaboración propia)</i>	36
<i>Tabla 4.1 – Balance Consolidado I, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)</i>	38
<i>Tabla 4.2 - Balance Consolidado II, SOCOVESA (2016-2020), Porcentaje (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)</i>	42
<i>Tabla 4.3 – Estado de resultados consolidado, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)</i>	44
<i>Tabla 4.4 - Estado de resultados consolidado, SOCOVESA (2016-2020), Porcentaje (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)</i>	45
<i>Tabla 4.5 - Estado consolidado de Flujo de Efectivo, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)</i>	47
<i>Tabla 4.6 – Ratios Financieros, SOCOVESA (2016-2020) (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)</i>	49
<i>Tabla 5.1 – Deuda Financiera, SOCOVESA (2016-2020), Miles de UF (fuente: Elaboración propia con EEFF publicados en CMF)</i>	53

<i>Tabla 5.2 – Patrimonio Económico SOCOVESA (2016-2020) (fuente: elaboración propia)</i>	55
<i>Tabla 5.3 – Estructura de Capital Histórica SOCOVESA (2016-2020) (fuente: elaboración propia)</i>	55
<i>Tabla 5.4 – Estructura de Capital Objetivo calculada mediante Media Armónica (fuente: elaboración propia)</i>	56
<i>Tabla 5.6.1 – Resultados de regresión según modelo de mercado para estimar beta de la acción</i>	59
<i>Tabla 5.6.2 – Cuadro resumen costo de capital</i>	62
<i>Tabla 7.2 - Participación Filiales en ingresos de Socovesa (fuente: elaboración propia con cifras de los análisis razonados de Socovesa) (fuente: elaboración propia)</i>	63
<i>Tabla 7.3 – Apertura de cuenta de ingreso de actividades ordinarias de Socovesa en MUF (fuente: elaboración propia con datos de notas a los estados financieros de Socovesa)</i>	65
<i>Tabla 7.4 – Crecimiento PIB nacional y construcción (fuente: elaboración propia con datos del Banco Central de Chile)</i>	67
<i>Tabla 7.5 – Proyecciones del PIB</i>	67
<i>Tabla 7.6 – Costos y gastos operacionales Socovesa MUF (fuente: elaboración propia con datos de los EEFF de Socovesa)</i>	73
<i>Tabla 7.7 - Costos y gastos operacionales Socovesa, distribución por ítem (fuente: elaboración propia con datos de los EEFF de Socovesa)</i>	73
<i>Tabla 7.8 – Análisis de cuentas No Operacionales MUF 2016-2020 (fuente: elaboración propia con datos de los EEFF de Socovesa)</i>	75
<i>Tabla 7.9 – Análisis de Activos Socovesa (fuente: elaboración propia con datos de EEFF Socovesa)</i>	76
<i>Tabla 8.1 – Proyecciones del PIB del Banco Central, escenario con y sin rebrote</i>	79
<i>Tabla 8.2 – Supuesto de crecimiento, escenario consenso (fuente: elaboración propia)</i>	80

<i>Tabla 8.3 – Proyección Ingresos Operacionales SOCOVESA en MUF (fuente: elaboración propia)</i>	81
<i>Tabla 8.4 – Proyección Ingresos Operacionales SOCOVESA en porcentaje (fuente: elaboración propia)</i>	81
<i>Tabla 8.5 – Proyección Ingresos SOCOVESA en EERR en MUF (fuente: elaboración propia)</i> ..	81
<i>Tabla 8.6 – Costos operacionales proyectados en MUF (fuente: elaboración propia)</i>	82
<i>Tabla 8.7 – Costos operacionales proyectados en porcentaje (fuente: elaboración propia)</i>	82
<i>Tabla 8.8 – Resultado no operacional proyectado en MUF (fuente: elaboración propia)</i>	83
<i>Tabla 8.9 – Resultado no operacional proyectado en porcentaje (fuente: elaboración propia)</i> ...	83
<i>Tabla 8.10 – Impuesto corporativo proyectado en MUF (fuente: elaboración propia)</i>	83
<i>Tabla 8.11 – Estado de resultados proyectado en MUF (fuente: elaboración propia)</i>	84
<i>Tabla 8.12 – Estado de resultados proyectado porcentual (fuente: elaboración propia)</i>	85
<i>Tabla 9.1 – Proyección Depreciación y Amortización (fuente: elaboración propia)</i>	87
<i>Tabla 9.2 – Soporte para Inversión en Reposición (fuente: elaboración propia)</i>	87
<i>Tabla 9.3 – Soporte para cálculo de Inversión en Activo Fijo (fuente: elaboración propia)</i>	88
<i>Tabla 9.4 – Calculo CTON y RCTON histórico (fuente: elaboración propia)</i>	88
<i>Tabla 9.5 – CTON proyectado (fuente: elaboración propia)</i>	89
<i>Tabla 9.6 – Proyección de los flujos de caja libre (fuente: elaboración propia)</i>	90
<i>Tabla 10.1 – Activos prescindibles (fuente: elaboración propia)</i>	92
<i>Tabla 10.2 – Deuda financiera al periodo de la valoración (fuente: elaboración propia)</i>	92
<i>Tabla 10.3 – Valoración económica y precio de la acción (fuente: elaboración propia)</i>	93
<i>Tabla 10.4 – Sensibilización precio de la acción en pesos (fuente: elaboración propia)</i>	94
<i>Tabla 10.5 – Sensibilización vs precio de la acción en porcentajes (fuente: elaboración propia)</i>	94
<i>Tabla 10.6 – Sensibilización en torno a tasa de descuento (fuente: elaboración propia)</i>	95
<i>Tabla 10.7 – Sensibilización en torno a PRM (fuente: elaboración propia)</i>	95

Tabla 10.8 – Sensibilización en torno al costo de la deuda (fuente: elaboración propia).....96