



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

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

**Alumno: María Alejandra Urbina Ayala
Profesor Guía: Arturo Rodríguez**

Santiago, Abril 2014

***VALORACIÓN DE EMPRESA SOCOVESA S.A.
MEDIANTE MÉTODOLOGÍA DE FLUJO DE CAJA
DESCONTADO***

PARA LA TITULACION DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Marzo 2014

Alumna: María Alejandra Urbina Ayala

Profesor: Arturo Rodríguez

1. DEDICATORIA

Dedico este trabajo a mi familia, amigos y gente que me apoyo en este desafío que ha significado un paso importante en mi desarrollo académico y profesional. Muchísimas gracias su apoyo, comprensión y motivación durante todo este trayecto.

2. TABLA DE CONTENIDOS

1. DEDICATORIA.....	2
2. TABLA DE CONTENIDOS.....	3
3. RESUMEN EJECUTIVO	5
4. METODOLOGÍA	6
4.1. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS (CASH FLOWS)	8
4.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS (MÚLTIPLOS)	9
4.2.1. <i>Múltiplos basados en las ganancias de la empresa</i>	10
4.2.2. <i>Múltiplo basados en las ventas o ingresos percibidos</i>	11
4.2.3. <i>Múltiplos basados en el valor libro de la empresa</i>	11
5. DESCRIPCIÓN DEL EMPRESA E INDUSTRIA.....	13
5.1. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	13
5.2. IDENTIFICACIÓN DE LA EMPRESA SOCOVESA S.A.	14
5.3. IDENTIFICACIÓN DE LA EMPRESAS COMPARABLES	18
5.3.1. <i>Salfacorp S.A.</i>	18
5.3.2. <i>Paz Corp S.A.</i>	19
5.3.3. <i>Besalco S.A.</i>	20
6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO	23
6.1. BALANCE GENERAL (EN UF).....	23
6.2. ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN (EN UF)	25
7. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	39
8. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	44
8.1. PROYECCIÓN DE INGRESOS DE OPERACIÓN	44
8.2. PROYECCIÓN DE COSTO DE OPERACIÓN.....	45
8.2.1. COSTO DE VENTAS.....	45
8.2.2. GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	45
8.3. PROYECCIÓN RESULTADO NO OPERACIONAL.....	46
8.4. GANANCIA ANTES DE IMPUESTO	47
8.5. PAGO DE IMPUESTOS	47
8.6. GANANCIA O PÉRDIDA DESPUÉS DE IMPUESTOS.....	48
8.7. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO	48
9. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	49
9.1. SUPUESTOS UTILIZADOS.....	49

9.2.	ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN DE REPOSICIÓN	50
9.3.	ESTIMACIÓN NUEVAS INVERSIONES	52
9.4.	ESTIMACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO E INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO 52	
9.5.	ACTIVOS PRESCINDIBLES DE LA EMPRESA AL 30 DE JUNIO DE 2013.	55
9.6.	DEUDA FINANCIERA DE LA EMPRESA AL 30 DE JUNIO DE 2013.....	56
9.7.	FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO	57
10.	VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN	58
11.	CONCLUSIONES VALORACION POR FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO.....	59

3. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo realizar la valoración de una compañía del sector inmobiliario que transa en bolsa en el mercado chileno, en este caso la sociedad anónima abierta SOCOVESA S.A., con presencia en la Bolsa de Santiago desde el año 2007, todo lo anterior utilizando el método de valoración de flujo de caja descontado.

El desarrollo de este documento se resume en cinco etapas. Primero se hace un resumen de los métodos de valoración. En segundo lugar, se hace una descripción de la empresa, su industria y de las empresas comparables en el mercado. En tercer lugar se realiza análisis operacional de los últimos 5 años del negocio con el objeto de entender el comportamiento de sus principales cuentas de balance y estado de resultados para una mejor proyección de los siguientes años, por lo cual se analizó su crecimiento de la empresa y de la industria, la estructura y comportamiento de sus costos de producción y también se separaron cuentas de estado de resultados y activos de la compañía entre operacionales y no operacionales, para determinar que ítems eran afectados o no por el crecimiento del negocio. Finalmente en cuatro y quinto lugar se proyectaron estados de resultados en base a lo antes expuesto para extraer luego el flujo de caja libre, incorporando a los ingresos proyectados variables tales como Inversión en reposición, Nuevas Inversiones y Capital de Trabajo y su Inversión, con el objeto de extraer el exacto flujo disponible que permitió finalmente entregar el Valor del Patrimonio Económico de la Compañía y poder contrastar con el precio de Mercado.

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

- El precio de la acción que entrega esta metodología de valoración se acerca bastante a la percepción de mercado.
- Bajo esta metodología las hipótesis sobre crecimiento y estructura de costos e inversiones son claves para determinar el valor calculado.
- La valoración por esta metodología se ve afectada por el alto nivel de capital de trabajo de la empresa (altos inventarios) y el alto nivel de activos prescindibles.

4. METODOLOGÍA

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

La valoración de una empresa puede servir para múltiples fines:

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

- Procesos de arbitraje y pleitos: Requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios, la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez

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

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

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

¹ Enfoque de Valor Presente Ajustado

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

Método ampliamente utilizado para estimación del valor de una empresa que considera el valor del dinero a través del tiempo por lo que a diferencia de otros métodos permite proyectar explícitamente rendimientos y comportamientos futuros. Este es el método utilizado en el presente trabajo por tanto su descripción es relevante para entender el proceso a seguir para el caso de la empresa en estudio.

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

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

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

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

Siendo:

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

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

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

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

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

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

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

Existe evidencia que muestra que los múltiplos casi siempre tienen una gran dispersión en los resultados de valoración que estos presentan, dependiendo del tipo de múltiplos

que se utilice. Por este motivo las valoraciones realizadas por múltiplos son casi siempre muy cuestionables.

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

4.2.1. Múltiplos basados en las ganancias de la empresa

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

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

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

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

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

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

- No incluye los cambios en las necesidades de fondos operativos

² Price Earnings Ratio

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

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

- No considera inversiones en activos.

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

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

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

4.2.2. Múltiplo basados en las ventas o ingresos percibidos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ratio Valor de Mercado - Valor Libro de la empresa:

$$PBV = \frac{\text{Valor de la empresa}(EV)}{\text{Patrimonio a valor libro} + \text{Valor libro de la Deuda}}$$

Otros múltiplos utilizados para valoración:

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

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

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

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

5. DESCRIPCIÓN DEL EMPRESA E INDUSTRIA

5.1. Descripción de la Industria

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

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

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

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

5.2. Identificación de la empresa Socovesa S.A.

Regulación

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

- Municipalidades (Dirección de Obras Municipales, Plan Regulador Comunal, Ordenanza General de Urbanismo y Construcción)
- Ministerio de Obras Públicas (MOP)
- Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU)
- Cámara Chilena de la Construcción
- Empresas de Agua Potable y Alcantarillado (Aguas Andina)
- Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC)
- Comisión Nacional del Medio Ambiente (CONAMA)
- Servicio de Impuestos Internos (SII)

Tipo de Operación

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

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

Filiales:

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

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

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

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

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

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

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

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

En resumen las filiales de la compañía son las siguientes:

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

Accionistas Mayoritarios

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

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

Los 12 Principales Accionistas son:

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

Cuadro 3. Principales accionistas Socovesa S.A.

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

5.3. Identificación de la empresas comparables

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

5.3.1. Salfacorp S.A.

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

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

Los dos negocios más importantes de la compañía son:

1. Ingeniería y Construcción: Líder en la industria de la construcción en Chile y en una activa expansión internacional a través de su oferta de servicios Construcción y Montaje Industrial, Obras Civiles, Edificación de Viviendas, Proyectos EPC y Nuevos Negocios como Mantenimiento Industrial, Desarrollo Minero, Obras Marítimas entre otros. Participa en los diferentes sectores económicos tales como: Minería, Energía, Retail, Forestal, Salud, Hotelero e Industria en general. Su experiencia y un consolidado equipo de profesionales y especialistas, permite el desarrollo de todas las etapas que considera la construcción de las obras; desde la ingeniería hasta su posterior administración.

EBITDA MM\$ 35.613 (31-12-2012), que representa una importancia relativa de un 58% en el EBITDA Total.

2. Inmobiliaria (Aconcagua): Desarrolla todas las actividades del negocio inmobiliario, desde la investigación de mercado, el diseño y la coordinación de proyectos (Inmobiliaria Aconcagua), incluyendo la construcción, la comercialización y post venta, todo lo cual le permite contar con unidades de alto nivel de especialización y con economías de escala en las zonas en que opera. EBITDA: MM\$ 25.626 (31-12-2012), que representa una importancia relativa de un 42% en el EBITDA Total.

5.3.2. Paz Corp S.A.

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

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

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

Adicionalmente, la Administración también utiliza el criterio de segmentación por línea de negocios para analizar la gestión de la Sociedad, esto es (i) el negocio inmobiliario, (ii) el negocio de servicios y (iii) el negocio de arriendo de maquinarias. Sin embargo cuenta con una única unidad de negocios a nivel de información financiera ya que tanto

servicios como arriendo vinculan sus flujos al negocio inmobiliario por tanto no se puede obtener EBITDA por estas tres subunidades. El EBITDA total del negocio fue para el 2012 MM\$16.943.

5.3.3. Besalco S.A.

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

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

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

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

directamente o a través de empresas filiales o coligadas (Consortios). Esta empresa presenta un EBITDA 2012 de MM\$8.326, lo que representa un 13% de la generación total.

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

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

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

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

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

Otros Negocios: Besalco Concesiones S.A. dedicada a las concesiones de obras públicas impulsadas por el Ministerio de Obras Públicas y las principales Municipalidades del país para el caso de concesiones de estacionamientos subterráneos y Kipreos Ingeniero S.A. y Kipreos Aéreos S.A., estas últimas dos

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

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO

Para efectuar el análisis operacional de la compañía comenzaremos por detallar las principales cuentas de Balance y Estado de Resultado de los últimos 5 años.

6.1. Balance General (en UF)

Estado de Situación Financiera Clasificado	2013*	2012	2011	2010	2009
Activos, Corriente (Presentación)	23.313	23.979	19.892	18.106	17.504
Activos Corrientes en Operación, Corriente (Presentación)	-	-	-	-	-
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	231	581	513	301	131
Otros Activos Financieros, Corriente	136	6	48	1	294
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corriente	3.349	6.952	5.010	2.995	3.326
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	129	32	168	120	135
Inventarios	18.595	15.630	13.364	14.085	13.177
Otros Activos no financieros, Corriente	36	43	42	111	130
Activos por impuestos, corrientes	838	735	748	494	311
Activos, No Corrientes (Presentación)	10.655	10.178	9.382	9.127	9.333
Otros Activos Financieros, No Corriente	155	152	136	130	104
Derechos por cobrar, no corrientes	38	39	19	22	37
Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación	123	117	127	120	114
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	2.143	2.116	2.169	2.203	2.204
Plusvalía	565	565	579	601	616
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	835	877	930	948	1.029
Propiedades de Inversión	6.034	5.642	4.991	4.773	4.981
Activos por Impuestos Diferidos	763	670	431	330	246
Activos, Total	33.968	34.157	29.274	27.234	26.836
Pasivos, Corrientes (Presentación)	23.426	22.344	17.127	15.289	14.893
Otros Pasivos Financieros, Corriente	19.048	17.385	13.302	11.486	11.782
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corriente	3.491	3.860	2.759	2.977	2.461
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	765	825	882	670	562
Provisiones, Corriente	103	111	77	70	75
Pasivos por Impuestos Corrientes	19	103	106	86	14
Otros Pasivos no financieros, Corriente	0	60	2	-	-

Pasivos, No Corrientes (Presentación)	666	1.649	2.095	1.883	2.113
Otros Pasivos Financieros, no Corriente	40	1.049	1.478	1.129	1.597
Otras Cuentas por Pagar, No Corriente	154	154	194	240	-
Otras Provisiones, no Corriente	2	1	4	111	100
Pasivos por Impuestos Diferidos	471	444	418	403	410
Otros Pasivos no financieros, No Corrientes	-	-	-	-	5
Pasivos, No Corrientes, Total	666	1.649	2.095	1.883	2.113
Patrimonio Neto Atribuible a los Tenedores de Instrumentos de Patrimonio Neto de Controladora (Presentación)	9.725	9.954	9.880	9.827	9.665
Capital Emitido	5.587	5.590	5.727	5.951	6.097
Primas de emisión	2.170	2.171	2.225	2.312	2.368
Otras Reservas	248	242	257	254	250
Resultados Retenidos (Pérdidas Acumuladas)	1.719	1.951	1.671	1.310	950
Patrimonio Neto Atribuible a los propietarios de la Controladora	9.725	9.954	9.880	9.827	9.665
Participaciones no controladoras (Minoritarias)	152	210	171	235	165
Patrimonio Neto, Total	9.877	10.165	10.052	10.062	9.831
Patrimonio Neto y Pasivos, Total	33.968	34.157	29.274	27.234	26.836
* Al 30/06/2013					

Cuadro 7: Balance General Socovesa S.A. 2009-2013

6.2. Estado de Resultados por Función (en UF)

Estado de Resultados por Función	2013*	2012	2011	2010	2009
Ingresos de actividades ordinarias	4.479	14.492	14.395	12.024	10.184
Costos de ventas	- 3.581	- 11.686	- 11.579	- 9.805	- 7.943
Ganancia Bruta	898	2.805	2.817	2.219	2.240
Otros ingresos, por función	140	198	57	181	96
Gastos de administración	- 776	- 1.500	- 1.333	- 1.296	- 1.054
Otros gastos, por función	- 22	- 31	- 50	- 40	- 29
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	82
Ingresos financieros	26	35	86	21	7
Costos financieros	- 379	- 716	- 710	- 305	- 455
Participación en las ganancias (pérdidas) asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	- 1	5	5	1	2
Diferencias de cambio	0	0	-	11	1
Resultados por unidades de reajuste	8	12	5	40	136
Ganancia(Pérdida) antes de impuestos	- 105	807	867	750	1.021
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	17	- 83	- 185	- 113	- 176
Ganancia (Pérdida), procedentes de operaciones continuadas	- 87	724	682	637	846
Ganancia (Pérdida)	- 87	724	682	637	846
Ganancia (Pérdida) atribuible a	-	-	-	-	-
los propietarios de la controladora	- 220	501	612	546	805
participaciones no controladoras	133	223	69	91	41

Ganancia (Pérdida)	-	87	724	682	637	846
Ganancias por acción						
Ganancia por acción básica						
Ganancia (pérdida) por acción básica en operaciones continuadas	-	0,00018	0,00041	0,00050	0,00045	0,00066
Ganancias por acción diluidas						
Ganancias (pérdida) por acción procedente de operaciones continuadas	-	0,00018	0,00041	0,00050	0,00045	0,00066

* Al 30/06/2013

6.3. Análisis de Crecimiento

La empresa clasifica sus negocios en dos segmentos: Inmobiliario e Ingeniería y Construcción. Se detalla a continuación su evolución en el período estudiado.

6.3.1. Ingresos Enero - Junio de cada año(MUF)

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Ingresos totales	4.479	4.851	5.333	4.798	3.703	4.592
Inmobiliario	3.807	4.123	4.053	4.078	3.148	3.903
I&C	672	728	1.280	720	555	689

Cuadro 9: Ingresos Socovesa entre enero-junio de cada año.

6.3.2. Tasa de Crecimiento Enero - Junio de cada año

	2013	2012	2011	2010	2009
TOTAL	-8%	-9%	11%	30%	-19%
Inmobiliario	-8%	2%	-1%	30%	-19%
I&C	-8%	-43%	78%	30%	-19%

Cuadro 10: Tasa crecimiento ingresos Socovesa entre enero-junio de cada año.

6.3.3. Ingresos Enero - Diciembre de cada año

A nivel Anual, es decir, considerando los meses de enero a Diciembre y no sólo los meses de enero a junio como se ejecutó en el punto anterior, se tiene que:

	2013 (1)	2012	2011	2010	2009	2008
Ingresos totales	14.600	14.492	14.395	12.024	10.184	9947
Inmobiliario	13300	12.318	10.940	10.220	8.656	8.455
I&C	1300	2.174	3.455	1.804	1.528	1.492

Cuadro 11: Ingresos Socovesa anuales (ene-dic).

Tasa Crec. Anual	2013 (1)	2012	2011	2010	2009
TOTAL	0,7%	0,7%	19,7%	18,1%	2,4%
Inmobiliario	8%	13%	7%	18%	2%
I&C	-40%	-37%	92%	18%	2%

(1) Proyección de la empresa para el año 2013

Cuadro 12: Tasa crecimiento ingresos Socovesa anuales.

6.3.4. Tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2009 a Junio de 2013.

Se extrae información de evolución del PIB del sector construcción que informa el Banco Central, como mejor información disponible al respecto ya que agrupa toda la industria y no sólo la construcción de vivienda como otros indicadores.

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
PIB Construcción Anual (MM\$)		7.724.529	7.145.839	6.642.910	6.523.534	6.891.485
PIB Construcción Primer Semestre (MM\$)	3.972.157	3.790.631	3.505.836	3.262.775	3.195.884	3.473.514
Crecimiento Anual		8%	8%	2%	-5%	
Crecimiento Primer Semestre	5%	8%	7%	2%	-8%	

Cuadro 13: Indicadores de la Industria de la construcción. Fuente: Banco Central de Chile.

6.3.5. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2013 al 2017.

Según la Gerencia de Estudios de la CChC en Informe Macroeconomía y Construcción MACH 38 del 25-06-2013, se evidencia que después de dos años en que la construcción tuvo un crecimiento mayor al promedio histórico de la industria, las

proyecciones para este **2013** se ajustaron a la línea de crecimiento que el sector ha mantenido por años. Esto significa que la expansión de 7,3% pronosticada a finales de 2012 para éste año se ajustó a **6,6%**, cifra menor a la que el sector podría haber alcanzado según sus potencialidades.

En tanto, nuestras primeras proyecciones para el **2014**, si bien dependerán del desempeño de la economía agregada, oscilan en torno a **5,8%** anual.

6.4. Análisis de Costos de Operación

6.4.1. Costos de operación de la empresa.

Los costos de operación son aquellas operaciones financiero-contables que permiten llevar a cabo las diversas actividades y operaciones diarias de la empresa, en este caso Socovesa S.A. Se consideran costos de operación:

- **Costos de venta:** Corresponden a todos los gastos de fabricación, materiales, insumos, suministros de fábrica, remuneraciones personal operacional, prestaciones sociales, bonificaciones, repuestos, combustibles, lubricantes, mantenimiento entre otros. En resumen, considera tanto los costos variables como los costos fijos en que incurre la empresa. Los principales proveedores de Socovesa son Melón Hormigones S. A., Easy S.A., Imperial S.A., Cerámicas Santiago S. A., Construmart S.A., Melón Monteros S. A., Cintac S.A.I.C., Cementos Bío-Bío S.A., Sodimac S. A., Distribuidora de Aceros y pernos S. A., Petróleos Trasandinos S. A., Cerámicas Cordillera S. A., Budnik S. A., Etersol S. A. entre otros. El grueso de la maquinaria utilizada tanto en el negocio Inmobiliario como en Ingeniería y Construcción es arrendada, salvo algunas inversiones menores y equipos especiales.
- **Gastos de Administración:** Estos son Remuneraciones y Honorarios de los administrativos, Gastos Generales, Mantención de Stock, Contribuciones, Depreciaciones, Amortizaciones y Gastos Comercialización.

De acuerdo con lo anterior, se llama Costos de operación al total de la suma de los costos de venta, gastos de administración, gastos generales de ventas y gastos de distribución (que en este caso no existen dado el rubro).

En el cuadro 14, se presenta el detalle de costos de operación según la clasificación que utiliza la empresa. Se separó en cada uno de ellos la depreciación del ejercicio y la amortización de intangibles para los años 2009 a Junio de 2013.

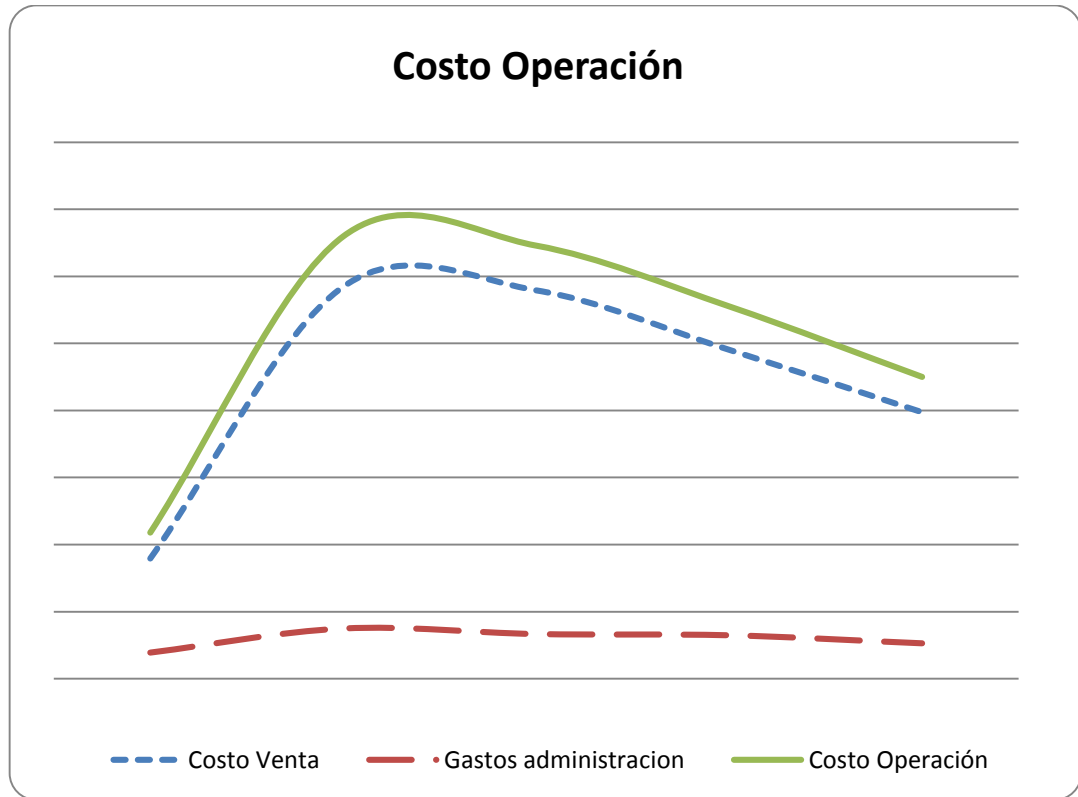
Estimación Costo Operación (UF)

Ítem	2013	2012	2011	2010	2009
Costo Venta	3.581	11.686	11.579	9.805	7.943
Gastos administración	776	1.500	1.333	1.296	1.054
Gastos generales de ventas*	52	117	133	160	104
Depreciación	12	26	29	33	44
Amortización Intangibles	3	14	15	49	22
Gastos generales de distribución					

Costo Operación	4.356	13.187	12.912	11.101	8.998
-----------------	-------	--------	--------	--------	-------

*gastos de comercialización

Cuadro 14: Detalle costos de Operación.



Nota: Año 2013 considera ingresos hasta Junio

Figura 1: Grafico costos de operación

6.5. Análisis de Cuentas no Operacionales

Esto corresponde a las principales cuentas no operacionales, es decir las que no pertenecen al negocio principal en el estado de resultados y que son de carácter recurrente para los años 2009 a Junio de 2013 son las siguientes:

Cuentas No Operacionales	Regularidad
Otros ingresos, por función	Recurrente
Otros gastos, por función	Recurrente
Otras ganancias (pérdidas)	No evidencia movimiento
Ingresos financieros	Recurrente
Costos financieros	Recurrente

Participación en las ganancias (pérdidas) asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	Recurrente
Diferencias de cambio	No Recurrente
Resultados por unidades de reajuste	No Recurrente

Cuadro 15: Cuentas No Operacionales.

6.6. Análisis de Activos

6.6.1. Activo Operacional y No Operacional

El activo operacional está constituido por todas aquellas partidas representativas de bienes y derechos que han sido adquiridos u obtenidos expresamente para ser utilizados en la explotación, y cuyo uso o consumo se espera se produzca durante el ejercicio.

Entre las partidas que pueden considerarse formando parte del activo operacional, las de presencia más habitual son:

- Disponible (Caja)
- Cuentas por cobrar
- Existencias
- Propiedades Planta y Equipo

Activos no operacionales: Dentro de este grupo se encuentran los financieros, que son el disponible y las inversiones ya sean temporales o permanentes. También se encuentran aquellos que son dedicados a otra actividad, los cuales son generadores de otros ingresos.

ACTIVO TOTAL = ACTIVOS NO OPERACIONALES + ACTIVOS OPERACIONALES.

6.6.2. Detalle de Activos No Operacionales

Activos Operacionales (UF)

	2013	2012	2011	2010	2009
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	231	581	513	301	131
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corriente	3.349	6.952	5.010	2.995	3.326
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	129	32	168	120	135
Inventarios	18.595	15.630	13.364	14.085	13.177
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	835	877	930	948	1.029
Propiedades de Inversión	6.034	5.642	4.991	4.773	4.981

Cuadro 16: Detalle de Activos Operacionales.

Activos No Operacionales (UF)

	2013	2012	2011	2010	2009
Otros Activos Financieros, Corriente	136	6	48	1	294
Otros Activos no financieros, Corriente	36	43	42	111	130
Activos por impuestos, corrientes	838	735	748	494	311
Activos Financieros Disponibles para la Venta, No Corrientes	0	0	0	0	0
Otros Activos Financieros, No Corriente	155	152	136	130	104
Derechos por cobrar, no corrientes	38	39	19	22	37
Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación	123	117	127	120	114
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	2.143	2.116	2.169	2.203	2.204
Plusvalía	565	565	579	601	616
Activos por Impuestos Diferidos	763	670	431	330	246

Cuadro 17: Detalle de Activos No Operacionales.

Descripción:

- Otros Activos Financieros, Corriente: Fondos Mutuos e instrumentos derivados con vencimiento inferior a 12 meses.
- Otros Activos no financieros, Corriente:

El detalle de los otros activos no financieros corrientes al 30 de junio de 2013 es el siguiente:

Otros Activos No Financieros	Unidades de Negocio		
	Desarrollo Inmobiliario M\$	Ingeniería y Construcción M\$	Consolidado M\$
Pagos por amortizar	275.866	0	275.866
Seguros pagados por anticipado	237.391	6.691	244.082
Valores en garantía	217.549	0	217.549
Comisiones de ventas no escrituradas	91.611	0	91.611
Publicidad anticipada	1.721	0	1.721
Total	824.138	6.691	830.829

Cuadro 18: Otros Activos Financieros Socovesa S.A.

Activos por impuestos corrientes

La composición de los activos por impuestos corrientes al 30 de junio de 2013 es la siguiente:

Activos por Impuestos Corrientes (M\$)	30.06.2013
Impuestos por recuperar de años anteriores	
Beneficio tributario por pérdidas tributarias (PPUA)	1.035.212
Otros créditos por recuperar	1.356.199
Subtotal	2.391.141
Impuestos por recuperar del año actual	
Previsión impuesto a la renta	(333.936)
Beneficio Ley Austral N°19.606	10.320.975
Pagos provisionales mensuales	1.994.822
Beneficio tributario por pérdidas tributarias (PPUA)	0
Crédito por gastos de capacitación	80.419
Crédito especial constructoras	1.651.986
Crédito por contribuciones de Bienes Raíces	45.112
Crédito por donaciones	13.039
Otros Créditos por imputar	354.782
IVA crédito fiscal	2.629.773
Subtotal	16.756.972
TOTAL	19.148.383

Cuadro 19: Activos por impuestos corrientes.

- Activos Financieros Disponibles para la Venta, No Corrientes: Corresponden al resto de Inversiones que se asignan específicamente como disponible para la venta o que no clasifican en Activos Financiero Mantenedos hasta su Vencimiento, Préstamos y Cuentas por Cobrar o Activos Financieros a valor Razonable con Cambios en Resultados
- Otros Activos Financieros, No Corriente: Fondos Mutuos o Instrumentos Derivados con vencimiento superior a 12 meses.
- Derechos por cobrar, no corrientes: Corresponde a una cuenta por cobrar que tiene Constructora Socovesa Sur S. A. sobre Melón Hormigones S. A. por la venta de

una planta de áridos, cuyo vencimiento de la última cuota será el 15-12-2016 ; y a una cuenta por cobrar que tiene Inmobiliaria Socovesa Temuco Limitada sobre Inmobiliaria Santa María Limitada cuyo vencimiento de la última cuota será el 05-12-2019.

➤ Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación:

La composición de este ítem al 30 de junio de 2013 es la siguiente:

Al 30 de Junio 2013:

Inversiones en Asociadas	País	Moneda	% Particip.	Saldo al 01-01-2013	Participación en Ganancia (Pérdida)	Otros Incred. (Decrem.)	Diferencia de Conversión	Provisión Déficit Asociadas	Saldo al 30-06-2013
Inversiones Casas de Hacienda Ltda.	Chile	Pesos	50,00%			(23.264)		23.264	
Inversiones Los Andes S.A.	Argentina	Dólar	18,74%	2.654.173	(475)		150.416		2.804.114
Inversiones Santa Sofía S.A.	Chile	Pesos	50,00%	7.133	(11.644)			4.511	
Constructora e Inmobiliaria Alonso de Cordova S. A.	Chile	Pesos	33,33%	3.000					3.000
Total				2.664.306	(12.119)	(23.264)	150.416	27.775	2.807.114

Información financiera resumida de asociadas, totalizadas

Al 30 de Junio 2013:

Inversiones en Asociadas	% Particip. M\$	Activos Corrientes M\$	Activos No Corrientes M\$	Pasivos Corrientes M\$	Pasivos No Corrientes M\$	Ingresos Ordinarios M\$	Gastos Ordinarios M\$	Ganancia (Pérdida) Neta M\$
Inmobiliaria Casas de Hacienda Ltda.	50,00%	32		63.643		0	(44.865)	(44.865)
Inversiones Los Andes S. A.	18,74%	7.213.844	17.955.493	4.258.115	5.947.972	1.887.649	(1.890.185)	(2.536)
Inversiones Santa Sofía S. A.	50,00%	15.222	239.342	264.170	257	0	(192)	(192)
Constructora e Inmobiliaria Alonso de Córdoba S. A.	33,33%	9.000	0	0	0	0	0	0
Total		7.238.098	18.194.835	4.585.928	5.948.229	1.887.649	(1.935.242)	(47.593)

Cuadro 20: Inversiones contabilizadas por el método de la participación.

Activos Intangibles distintos de la plusvalía: Goodwill (Menor Valor Relacionado con Adquisiciones de Sociedades), Licencias y Marcas, Servidumbres y Derechos de Agua y Gastos de Investigación y Desarrollo.

Plusvalía: Costo de adquisición más las urbanizaciones que en su conjunto generan valor agregado.

Activos por Impuestos Diferidos: Provisiones de Impuestos por Pagar relativos a obligaciones por leasing, efectos de IFRS, pérdidas fiscales, incobrables y vacaciones, entre otros.

Activos Intangibles distintos de la plusvalía: Goodwill (Menor Valor Relacionado con Adquisiciones de Sociedades), Licencias y Marcas, Servidumbres y Derechos de Agua y Gastos de Investigación y Desarrollo.

Plusvalía: Costo de adquisición más las urbanizaciones que en su conjunto generan valor agregado.

Activos por Impuestos Diferidos: Provisiones de Impuestos por Pagar relativos a obligaciones por leasing, efectos de IFRS, pérdidas fiscales, incobrables y vacaciones, entre otros.

7. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

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

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

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

Primer paso: Estimación Costo de la Deuda (K_b)

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

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

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

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

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

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

Segundo paso: Estimación Beta de la Deuda (β_d)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁶ Valores a junio 30 de cada año.

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

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

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

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

Supuestos utilizados:

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

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

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

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

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

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

Sexto paso: Costo Patrimonial (K_p)

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

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

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

r_f = Tasa libre de riesgo del mercado

R_m = Rentabilidad del mercado, representado por el IPSA.

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

La tasa de costo patrimonial está dado por:

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

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

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

Séptimo paso: Costo de Capital (K_0)

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

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

$$K_0 = 0,1497 * 0,45 + 0,0375(1 - 0,2) * 0,55$$

$$K_0 = 8,41\%$$

8. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

8.1. Proyección de Ingresos de Operación

Proyección realizada en base a las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria donde se encuentra su empresa.

Los ingresos del rubro inmobiliario se proyectan a partir del 2014 con la evolución esperada para el PIB construcción, ya que históricamente se comportan en forma similar.

Los ingresos relacionados al rubro ingeniería y montajes se proyecta estables a partir del año 2013 ya que los años 2010 y 2011 que son los únicos años en que la empresa presenta un crecimiento importante, estos se relacionan directamente con reconstrucción post-terremoto 2010.

Ítem (en Miles de UF)	Jul-Dic 2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	10.121	15.475	16.376	17.329	18.337
Inmobiliaria	9.493	14.071	14.888	15.751	16.665
Construcción	628	1.404	1.488	1.578	1.672

Tasa crecimiento proyectada	2013*	2014	2015	2016	2017
Total empresa	0,7%	6,0%	5,8%	5,8%	5,8%
Inmobiliaria (a)	8,0%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
I&C	-40%	8%	6%	6%	6%
Tasa total industria CChC (estudio)	6,60%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%

* Fuente Socovesa

(a) Se alinea con las estimaciones globales de la industria

Cuadro 21: Ingresos y tasa de crecimiento proyectada.

8.2. Proyección de Costo de Operación

8.2.1. Costo de Ventas

La estimación de estos costos se relaciona con la estimación de crecimiento de las ventas el sector inmobiliario que es el ámbito que genera mayor aumento en los costos variables.

Ítem (en Miles de UF)	Jul-Dic 2013	2014	2015	2016	2017
Costos de ventas	- 8.193	- 12.480	- 13.206	- 13.974	- 14.787

Cuadro 22: Proyección del Costo de Ventas.

8.2.2. Gastos de Administración

Se realiza en base a una regresión lineal de los gastos entre 2009 y 2012 y luego se calculó la tasa de crecimiento anual, registrándose el siguiente resultado:

Tasa crecimiento proyectada	2013*	2014	2015	2016	2017
Tasa crecimiento GAV	9,3%	8,4%	7,7%	7,2%	6,7%

Ítem (en Miles de UF)	Jul-Dic 2013	2014	2015	2016	2017
Gastos de Administración	-864	-1.792	-1.942	-2.092	-2.243

Cuadro 23: Proyección de los Gastos de Administración.

8.3. Proyección Resultado No Operacional

Se identifican flujos recurrentes y no recurrentes para la proyección 2013-2017 y en base a esto se estiman. Para el caso de los recurrentes se analiza comportamiento histórico y se define método de proyección (o promedio o valor anual representativo para las cuentas con mucha variabilidad), generándose el siguiente resultado:

Año (*)	Jul- Dic 2013	2014	2015	2016	2017	Ref.
Otros ingresos, por función		133	133	133	133	1
Otros gastos, por función	-9	-31	-31	-31	-31	2
Otras ganancias(pérdidas)		-	-	-	-	3
Ingresos Financieros	9	35	35	35	35	4
Costos Financieros	-334	-713	-713	-713	-713	5
Participación en las ganancias (pérdidas) asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.	-0,33	-0,86	-0,86	-0,86	-0,86	6
Diferencia de Cambio	0,08	0,08	0,08.	0,08	0,08	7
Resultados por Unidades de Reajuste	3,76	11,64	11,64	11,64	11,64	8

*En miles de UF

Cuadro 24: Proyección Resultado no Operacional.

La proyección del Resultados No Operacional fue construida en base a las siguientes hipótesis que definen la recurrencia o no de los ítems que componen el Resultado no Operacional.

- Ref1: 2013 se proyecta sin más ingresos por función para 2013. 2014 a 2017, promedio ingresos 2009-2012

- Ref2: Flujo recurrente. Dado que tiene alta variabilidad y sin correlación evidente con los ingresos por actividades ni con los ingresos por función, se toma valor 2012.
- Ref3: 2010 en adelante no presenta movimientos, se proyecta cero
- Ref4: Flujo recurrente, se toma valor año 2012 considerando que no existen activos en 2013 que permitan proyectar mayores ingresos por este concepto.
- Ref5: Flujo recurrente, promedio 2011-2012, dado un aumento del pasivo corriente
- Ref6: Flujo recurrente, promedio 2009-2012
- Ref7: Flujo no recurrente, se toma valor año 2012
- Ref8: Flujo no recurrente, se toma valor año 2012

8.4. Ganancia Antes de Impuesto

Se calculan en base a diferencial de Ingresos y Costos de Operación menos el Resultado no Operacional, como sigue:

Ítem (en Miles de UF)	Jul-Dic 2013	2014	2015	2016	2017
Ganancia(Pérdida) antes de impuestos	733	639	663	697	742

Cuadro 25: Proyección Ganancia antes de Impuestos

8.5. Pago de Impuestos

El Impuesto de Primera Categoría, grava las utilidades tributarias del negocio. Este impuesto se determina sobre la base de las utilidades líquidas obtenidas por la empresa, vale decir, sobre los ingresos devengados o percibidos menos los gastos, y se declara anualmente en abril de cada año por todas aquellas rentas devengadas o percibidas en el año calendario anterior.

De acuerdo a la Normativa Chilena Vigente, se considera un impuesto a las ganancias de 20% sobre las utilidades.

Ítem (en Miles de UF)	Jul-Dic 2013	2014	2015	2016	2017
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	-143	-128	-133	-139	-148

Cuadro 26: Proyección Impuestos

8.6. Ganancia o Pérdida después de impuestos

Ítem (en Miles de UF)	Jul-Dic 2013	2014	2015	2016	2017
Ganancia (Pérdida)	590	511	530	557	593

Cuadro 26: Proyección Ganancia después de Impuestos

8.7. Estado de Resultados Proyectado

Descripción (MUF)	Proyección				Valor Terminal
	Jul-Dic 2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	10.121	15.475	16.376	17.329	18.337
Inmobiliaria	9.493	14.071	14.888	15.751	16.665
Construcción	628	1.404	1.488	1.578	1.672
Costos de ventas	-8.193	-12.480	-13.206	-13.974	-14.787
Ganancia Bruta	1.928	2.996	3.170	3.355	3.550
Otros ingresos, por función		133	133	133	133
Gastos de administración	-864	-1.792	-1.942	-2.092	-2.243
Otros gastos, por función	-9	-31	-31	-31	-31
Otras ganancias (pérdidas)					
Ingresos financieros	9	35	35	35	35
Costos financieros	-334	-713	-713	-713	-713
Participación en las ganancias (pérdidas) asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el metodo de la participación	-0,33	-0,86	-0,86	-0,86	-0,86

Diferencias de cambio	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Resultados por unidades de reajuste	3,76	11,64	11,64	11,64	11,64
Ganancia(Perdida) antes de impuestos	733	639	663	697	742
(Gasto) Ingreso por impuesto a las ganancias	-143	-128	-133	-139	-148
Ganancia (Pérdida), procedentes de operaciones continuadas	590	511	530	557	593
Ganancia (Pérdida)	590	511	530	557	593

Cuadro 27: Proyección Estado de Resultado Socovesa S.A.

9. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

9.1. Supuestos Utilizados

Ganancia después de impuestos: Se calculó proyección del Estado de Resultados en base a las tasas de proyección de la industria para el sector inmobiliario y Construcción. Los costos fueron estimados proporcionales al crecimiento y los gastos de administración se calcularon en base a una función lineal de los mismos, dado que su comportamiento de crecimiento no se alineaba con la evolución de las ventas.

Amortización: Se estimó en base al año 2012.

Depreciación: Se consideró la depreciación del activo fijo acumulada a Junio de 2013.

Costos e ingresos financieros: Proyectados como flujos constantes de acuerdo a las cifras de los 2 años anteriores (2011-2012).

Deuda Proyectada: Se considera el pago sólo de la deuda a largo plazo. Para el caso de la deuda corriente, se aprecia una tendencia al alza en los últimos 4 años. Por lo tanto, se hace el supuesto que el volumen de pasivo a CP será constante en los

próximos años y que no habrá cancelación de estos, sino que los créditos a corto plazo se renovarían con créditos de la misma naturaleza para el siguiente período.

Inversión de Reposición: Se estima para renovación de activo fijo que fue depreciado en su totalidad en el marco de mantener el nivel de productividad de la empresa, de acuerdo a las proyecciones realizadas.

Inversión Nueva: No se considera nueva inversión dado que la compañía cuenta con numerosas “Propiedades de Inversión” a la espera de desarrollar proyectos en un plazo mayor a 2 años.

Tasa de costo de capital: Se utiliza una tasa K_0 de 8,41% para valorización del flujo de caja descontado. Esta misma tasa es la utilizada para estimar el valor terminal de los flujos proyectados a futuro.

9.2. Estimación de la inversión de reposición

En el cuadro adjunto (más abajo), se presenta el estado actual de los activos fijos. Al hacer un análisis de esta información, se aprecia que el total de depreciación acumulada de los activos más depreciados a la fecha es de 4.033.917 M\$.

Se puede visualizar un alto grado de depreciación en algunos de sus ítems, lo que nos permite establecer que para el plazo de proyección de 5 años, se hace necesario definir una política de reposición por parte de la empresa.

Clases de Propiedades, plantas y equipos, neto	30.06.2013	31.12.2012	Valor Neto/Valor Bruto	
	M\$	M\$		
Terrenos	1.060.749	1.540.561	100%	100%
Edificaciones	10.831.088	11.003.185	87%	88%
Maquinarias y equipo*	2.412.544	2.663.208	34%	35%
Activos en leasing	3.045.499	3.104.509	84%	86%
Herramientas y equipos livianos*	653.048	579.638	34%	28%
Muebles de oficina*	300.018	317.753	26%	28%

Maquinaria de oficina*	668.307	725.663	27%	28%
Otras propiedades, planta y equipo	101.091	102.747	60%	62%
Total	19.072.344	20.037.264	63%	64%
Depreciación acumulada de activos más depreciados (suma de activos con asterisco)	4.033.917	4.286.262		

Cuadro 28: Depreciación acumulada de los principales activos.

Se sabe además (a partir de los informes financieros), que la vida útil de estos activos fluctúa (en sus valores máximos) entre 7 y 24 años, siendo las herramientas y equipos livianos, los de más rápida obsolescencia (ver tabla adjunta).

Activos	Vida útil o tasa de depreciación (años)	
	Mínima	Máxima
Edificaciones	17	92
Maquinarias y equipos	1	24
Herramientas y equipos livianos	1	7
Muebles de oficina	1	11
Maquinaria de oficina	1	17
Otros	1	15

Cuadro 28: Vida útil de los principales activos.

Asimismo, se observa en el Estado de Resultados, que la depreciación anual promedio informada por Socovesa S.A. tiende a los 600 millones de pesos anuales.

Integrando estos dos factores, se tomará el supuesto que la inversión en reposición corresponderá, para un período proyectado a 5 años, al 60% de la depreciación anual promedio considerando, que es necesario renovar activos que están llegando a su obsolescencia total. Todo lo anterior, con el fin de mantener una tasa de crecimiento conservadora y alineada con la proyección del mercado inmobiliario.

Inversión en reposición = M\$ 360.000 anuales

Inversión en reposición = MUF 15,8 anuales

9.3. Estimación Nuevas Inversiones

En esta sección, se realizó una estimación de las nuevas inversiones (específicamente en activo fijo) en base al CAPEX de la empresa.

Para Socovesa S.A. las nuevas inversiones en costo de capital están asociadas al ítem “Propiedades de Inversión”, las que corresponden principalmente a terrenos, urbanizaciones y en menor medida a bienes inmuebles sobre los cuales no se espera construir en el período de 2 años y se mantiene en espera de obtener principalmente rentas de arrendamiento y/o plusvalía.

A juicio de la administración el rango de precios dentro del cual se encuentra el valor razonable de las propiedades de inversión, es su costo de adquisición más las urbanizaciones, que en su conjunto generan valor agregado y/o plusvalía. Por lo anterior, se estima que el valor razonable de las propiedades de inversión es superior a su costo.

9.4. Estimación de Capital de trabajo e Inversión en Capital de Trabajo

El capital de trabajo para efectos de determinar el flujo de caja libre, se relaciona específicamente con el capital de trabajo operativo neto (CTON) que por definición corresponde a la diferencia entre activos y pasivos corrientes que no devengan intereses.

Activo Circulante	2013 Jun	2012	2011	2010	2009
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	231	581	513	301	131
Otros Activos Financieros, Corriente	136	6	48	1	294
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corriente	3.349	6.952	5.010	2.995	3.326
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	129	32	168	120	135
Inventarios	18.595	15.630	13.364	14.085	13.177
Otros Activos no financieros, Corriente	36	43	42	111	130
Activos por impuestos, corrientes	838	735	748	494	311

Pasivo Circulante					
Otros Pasivos Financieros, Corriente	19.048	17.385	13.302	11.486	11.782
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corriente	3.491	3.860	2.759	2.977	2.461
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	765	825	882	670	562
Provisiones, Corriente	103	111	77	70	75
Pasivos por Impuestos Corrientes	19	103	106	86	14
Otros Pasivos no financieros, Corriente	0	60	2	0	0
Capital de trabajo neto	-112	1.635	2.765	2.817	2.611
Capital de trabajo operativo neto CTON	14.468	10.978	9.891	10.558	10.290

$$CTON = CxC + Inventarios + CxC \text{ empresas relacionadas} + \text{Otros activos circ.no fin} \\ - CxP - CxP \text{ a empresas relacionadas} - \text{Otros pasivos no fin.}$$

Luego de realizar esta evaluación, y con el objeto de realizar la estimación de la inversión necesaria en capital de trabajo para los años 2013 al 2017, se calculó el porcentaje RCTON, que corresponde al comportamiento histórico de CTON como proporción de las ventas de la empresa.

Activo Circulante	2013 Jun	2012	2011	2010	2009
RCTON (% del CTON sobre ingresos)	323%	76%	69%	88%	101%

Como una manera de validar el comportamiento de la empresa con respecto a la industria, se efectuó el mismo cálculo para las empresas comparables en el año 2012: Besalco, Salfa, PazCorp. Se detectó que el CTON para las empresas más intensivas en el negocio inmobiliario está fuertemente influenciado por el alto nivel de inventario de estas compañías, lo que en consecuencia genera un **superávit de capital de trabajo operativo**. Dicho inventario teóricamente es de fácil de liquidación, sin embargo, dado este rubro, se podría hablar de propiedades en venta cuyo venta no es necesariamente de corto plazo y por pueden permanecer en este estado mucho tiempo.

Empresas comparables			
Año 2012, M\$	BESALCO	SALFA	PAZCORP
Ingresos	385.879.144	1.062.636.126	114.269.069
CxC y deudores comerciales	105.570.591	257.553.004	20.111.851
CxC a entidades relacionadas	11.393.488	36.602.972	1.143.096
Inventarios	68.202.721	208.521.294	91.644.248
Otros activos no financieros		3.484.787	3.494.317
Acreedores y otras CxP	58.761.592	143.815.161	18.015.001
CxP a entidades relacionadas	9.020.107	2.815.821	
Otros pasivos no financieros	24.183.358	49.301.676	4.939.063
CTON	93.201.743	310.229.399	93.439.448
RTON	24%	29%	82%

En conclusión el capital de trabajo operativo neto de Socovesa es de características similares a la empresa PazCorp y difiere de Besalco y Salfa principalmente por la concentración en el negocio inmobiliario que tiene la compañía en estudio versus las dos compañías más grandes que existen en esta industria, a saber, Besalco y SalfaCorp. Estas últimas, tienen mayor diversificación de sus negocios y por tanto de sus ingresos percibidos en variados ámbitos del sector construcción.

La inversión en capital de trabajo se proyecta para los años 2013 a 2017 sólo como el incremento o recuperación de capital de trabajo de la compañía, vinculados con el incremental/decremento de ventas que se produce entre dos años consecutivos de la proyección, utilizando la siguiente fórmula:

$$\text{Inversión en Capital de trabajo} = RCTON * (\text{Ingresos}_{t+1} - \text{Ingresos}_t)$$

RCTON corresponde al promedio de los RCTON entre 2009 y 2012 para Socovesa, que se valúa en un 83%.

En la siguiente tabla, se presenta el resultado de la proyección en inversión de capital de trabajo:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	14.492	14.600	15.475	16.376	17.329	18.337
Inmobiliario	12.318	13.300	14.071	14.888	15.751	16.665
Construcción	2.174	1.300	1.404	1.488	1.578	1.672

Inversión en Capital de Trabajo	-	90,2	729,4	750,3	793,9	840,1
--	---	------	-------	-------	-------	-------

Cuadro 30: Detalle de la Estimación de la inversión en Capital de trabajo.

9.5. Activos Prescindibles de la empresa al 30 de Junio de 2013.

Un activo prescindible es aquel que no está directamente asociado al negocio principal de la empresa, y si la compañía decide liquidarlo, no causa ningún impacto en la operación del negocio.

Estas cuentas son:

	2013 (jun) en MUF
Otros Activos Financieros, No Corriente	155
Derechos por cobrar, no corrientes	38
Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación	123
Plusvalía	565
Propiedades de Inversión	6.034
Cuentas por Cobrar a Empresas relacionadas	129
Total	7.042

Cuadro 31: Activos Prescindibles

El rubro “Derechos por cobrar no corriente” al 30 de junio de 2013 por M\$ 858.448 (M\$ 891.893 al 31 de diciembre de 2012), corresponde a una cuenta por cobrar que tiene Constructora Socovesa Sur S.A. sobre Melón Hormigones S.A., por la venta de una planta de árido, cuyo vencimiento de la última cuota será el 15 de diciembre de 2016; y a una cuenta por cobrar que tiene Inmobiliaria Socovesa Temuco Ltda. sobre Inmobiliaria Santa María Ltda., cuyo vencimiento de la última cuota será el 5 de diciembre de 2019.

Otros activos financieros no corrientes, son activos financieros no derivados con pagos fijos o determinables y vencimiento fijo, que la administración de la Sociedad tiene la intención positiva y la capacidad de mantener hasta su vencimiento.

Se considera que propiedades de inversión es un activo prescindible, ya que la construcción de nuevos proyectos no se ve afectada si la empresa liquida las propiedades en las cuales no tiene planificado explotar en el corto plazo.

9.6. Deuda financiera de la empresa al 30 de Junio de 2013

(En MUF)	2013 (jun)	2012	2011	2010	2009
Deuda Financiera	19.087.294	18.424.669	14.419.039	11.843.866	12.260.890

Cuadro 32: Deuda Financiera de la empresa.

9.7. Flujo de Caja libre Proyectado

Utilizando como input el Estado de Resultados de la empresa, proyectado para el período 2013-2017 y considerando las estimaciones de inversión, deuda y EBITDA. El resultado está dado por

Descripción (MUF)	Proyección				
	2013 (*)	2014	2015	2016	2017
Ganancia(Perdida) después de impuestos	590	511	530	557	593
(+) impuestos	108	128	133	139	148
(+) Amortización	10	14	14	14	14
(+) Depreciación	14	26	26	26	26
(+) costos financieros	334	713	713	713	713
(-) ingresos financieros	-9	-35	-35	-35	-35
EBITDA	1.048	1.357	1.381	1.415	1.460
(-) Inversión en CTON	90,2	729,4	750,3	793,9	840,1
(-) Inversión de Reposición	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
(-) Inversión Nueva	0	0	0	0	0
<i>Tasa flujos perpetuo (Ko-g) = 8,41%</i>					7.175
(+) Valor residual					
Flujo Caja Neto	942	611	615	605	7.779
Flujo Caja Acumulado	942	1.553	2.168	2.773	10.552

Cuadro 32: Flujo de Caja Libre proyectado.

Por lo tanto, el valor económico de los activos está dado por:

Valor Presente Flujo Caja Libre	8.135
Tasa Costo Capital (Ko)	8,41%

10. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

En base al flujo de caja libre proyectado en punto anterior, se efectúa la Valoración Económica de la Empresa y su Precio de Acción como sigue:

Descripción	MUF
Valor total de los activos	8.135
(+) Exceso de CTON ⁷	14.468
(+) Activos Prescindibles	7.042
(-) Deuda Financiera	19.087
(-) Deuda Subordinada	0
= Patrimonio Económico	10.557
Número Total Acciones	1.223.935.691
Precio por Acción (UF)	0,008626
Precio por Acción (Pesos)	197

Cuadro 33: Valor de la empresa según método de FCL.

⁷ Exceso de Capital de trabajo operativo (CTON) se explica mayoritariamente por el inventario de terrenos y construcciones terminadas pero sin vender a 2013.

11. CONCLUSIONES VALORACION POR FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO

Considerando el análisis realizado en este documento utilizando el método de Flujo de Caja Libre, se concluye que el precio por acción de la empresa Socovesa S.A. asciende a \$197 pesos por acción.

Al contrastar dicho resultado con el precio de mercado al 28 de junio de 2013, equivalente a \$179,5 pesos; se aprecia que esta metodología se aproxima bastante al valor económico que el mercado visualiza respecto a la empresa, el cual se encuentra levemente subvalorado por el mercado.

Lo anterior valoración, está relacionada con la información pública tanto de la empresa como de la industria en la cual está inserta, lo que permite a los inversionistas determinar de manera bastante certera el valor justo a pagar, llevando el precio a un valor de equilibrio.

Ahora bien, las hipótesis que fueron claves en la estimación de valor de mercado se fundamentan en considerar un escenario de crecimiento conservador al mediano plazo, no acentuando el efecto de ciclo económico en el período de análisis y sin aplicar un crecimiento de los flujos perpetuos como una forma de considerar el efecto de las recesiones económicas en el largo plazo. Lo anterior, dada la complejidad de estimar la variación cíclica que tiene la economía nacional, que es el comportamiento con mayor incidencia en las oscilaciones de los flujos futuros de una compañía en el sector inmobiliario y de construcción.

Cabe señalar que la valoración por esta metodología se ve afectada por el alto nivel de capital de trabajo de la empresa, influido a su vez por el alto volumen de inventarios y el alto nivel de activos prescindibles. Ambos ítems están vinculados con la característica inherente al negocio inmobiliario, que implica mantener un alto stock de viviendas para la venta y terrenos con potencial para futuros proyectos.