



# **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: Pablo Andrés Besnier Rozas**

**Profesor Guía: Arturo Rodríguez**

**Santiago, Enero 2017**

## DEDICATORIA

---

*Dedico este documento a Dios y mi familia que son los pilares en mi vida, en especial a mi señora Daniela que es mi compañera de vida, mis hermanas Sandra Catalina y Kimberly las gracias por su compañía y apoyo, y a mis padres Pablo y Sandra.*

*Gracias por todo, sin ustedes no podría hacer nada de lo que he realizado.*

## ÍNDICE

---

LISTA DE TABLAS.....	5
LISTA DE FIGURAS .....	7
RESUMEN EJECUTIVO .....	8
1. METODOLOGÍA .....	9
1.1. Valoración de la Empresa mediante Flujo de Caja Descontado .....	11
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA .....	13
2.1. Descripción de la Empresa en estudio: SOCOVESA S.A. ....	13
2.2. Descripción de la Industria .....	17
3. ANÁLISIS OPERACIONAL DE LA EMPRESA .....	23
3.1. Balance General .....	23
3.2. Estados de Resultados .....	26
3.3. Estructura de Capital de la Empresa.....	28
3.3.1. Deuda Financiera .....	28
3.3.2. Patrimonio Económico.....	28
3.3.3. Estructura de Capital Objetivo .....	28
3.4. Análisis de Crecimiento.....	29
3.4.1. Análisis de Crecimiento de la Empresa .....	29
3.4.2. Análisis de Crecimiento de la Industria.....	32
3.4.3. Perspectivas de Crecimiento de la Industria.....	33
3.5. Análisis de Costos de Operación .....	34
3.6. Análisis de Cuentas No Operacionales .....	35
3.7. Análisis de Activos.....	36
3.7.1. Activos Operacionales .....	36
3.7.2. Activos No Operacionales .....	37
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA .....	42
4.1. Estimación Costo de la Deuda ( $K_b$ ).....	42
4.2. Estimación Beta de la Deuda ( $\beta_d$ ).....	43
4.3. Estimación Beta de la Acción con la estructura de deuda de la empresa del año en análisis ( $\beta_{pC/D}$ ) .....	43
4.4. Desapalancamiento del Beta Patrimonial, sin deuda ( $\beta_{pS/D}$ ).....	44
4.5. Beta Patrimonial con Deuda ( $\beta_{pC/D}$ ).....	45
4.6. Costo Patrimonial ( $K_p$ ).....	45

4.7. Costo de Capital ( <b>K0</b> ) .....	46
5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS DE LA EMPRESA .....	47
5.1. Proyección de Ingresos de Operación .....	47
5.2. Proyección de Costos de Operación .....	48
5.2.1. Proyección de Costos de Ventas .....	48
5.2.2. Proyección de Gastos de Administración y Ventas .....	48
5.3. Proyección Resultado No Operacional.....	49
5.4. Ganancia Antes de Impuestos .....	50
5.5. Pago de Impuestos .....	50
5.6. Ganancia o Pérdida Después de Impuestos .....	51
5.7. Estado de Resultados Proyectado .....	52
6. PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA .....	53
6.1. Supuestos Utilizados.....	53
6.2. Estimación de la Inversión de Reposición.....	54
6.3. Estimación de Nuevas Inversiones .....	55
6.4. Estimación de Capital de Trabajo e Inversión en Capital de Trabajo.....	55
6.5. Activos Prescindibles de la Empresa al 30 de junio de 2016 .....	58
6.6. Deuda Financiera de la Empresa al 30 de junio de 2016.....	58
6.7. Flujo de Caja Libre Proyectado .....	59
7. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN .....	60
8. CONCLUSIONES .....	61
ANEXOS .....	62
A1. Descripción de Empresas Comparables .....	62
A1.1. BESALCO S.A. ....	62
A1.2. SALFACORP S.A .....	64
A1.3. PAZ CORP S.A.....	68
BIBLIOGRAFÍA .....	70

## LISTA DE TABLAS

---

Tabla 1.1 – Principales Métodos de Valoración de Empresas. ....	11
Tabla 2.1 – Accionistas Principales de Socovesa S.A. (al 30 de junio de 2016). ....	16
Tabla 2.2 – Sociedades Controladoras de Socovesa S.A. (al 30 de junio de 2016). ....	16
Tabla 3.1 – Balance General de Socovesa (M\$) (2012 – 2016).....	23
Tabla 3.2 – Balance General de Socovesa (MUF) (2012 – 2016).....	25
Tabla 3.3 – Estados de Resultados por Función de Socovesa (M\$) (2012 – 2016)..	26
Tabla 3.4 – Estados de Resultados por Función de Socovesa (MUF) (2012 – 2016). .....	27
Tabla 3.5 – Deuda Financiera de Socovesa (2012 – 2016). ....	28
Tabla 3.6 – Patrimonio Económico de Socovesa (2012 – 2016).....	28
Tabla 3.7 – Estructura de Capital Objetivo de Socovesa (2012 – 2016). ....	28
Tabla 3.8 – Proyección de Ventas Negocio Inmobiliario (reporte 2Q - 2016).....	30
Tabla 3.9 – Ingresos por Unidad de Negocio, periodo enero – junio, años 2012 - 2016 (MUF). ....	30
Tabla 3.10 – Tasa de crecimiento por Unidad de Negocio, periodo enero – junio, años 2012 – 2016.....	30
Tabla 3.11 – Ingresos por Unidad de Negocio, periodo enero – diciembre, años 2012 - 2016 (MUF). ....	31
Tabla 3.12 – Tasa de crecimiento por Unidad de Negocio, periodo enero – diciembre, años 2012 – 2016.....	31
Tabla 3.13 – Indicadores de la Industria de la Construcción. ....	32
Tabla 3.14 – Evolución y Proyección PIB Construcción. ....	33
Tabla 3.15 – Costos de Operación de Socovesa (2012-2016).....	34
Tabla 3.16 – Cuentas No Operacionales Socovesa (2012-2016). ....	35
Tabla 3.17 – Activos Operacionales de Socovesa (2012-2016).....	36
Tabla 3.18 – Activos No Operacionales de Socovesa (2012-2016) (MUF). ....	37
Tabla 3.19 – Otros Activos Financieros, Corriente, de Socovesa (al 30 de junio de 2016). ....	37
Tabla 3.20 – Otros Activos No Financieros, Corriente, de Socovesa (al 30 de junio de 2016). ....	38
Tabla 3.21 – Activos por Impuestos, Corrientes, de Socovesa (al 30 de junio de 2016). ....	38
Tabla 3.22 – Derechos por Cobrar, No Corrientes, de Socovesa (al 30 de junio de 2016). ....	39
Tabla 3.23 – Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación de Socovesa (al 30 de junio de 2016). ....	40
Tabla 3.24 – Información financiera resumida de asociadas, totalizadas, de Socovesa (al 30 de junio de 2016).....	40
Tabla 3.25 – Plusvalía de Socovesa (al 30 de junio de 2016).....	41
Tabla 3.26 – Activos por Impuestos Diferidos de Socovesa (al 30 de junio de 2016). .....	41
Tabla 4.1 – Costo de la Deuda ( $K_b$ ) de Socovesa (2012-2016).....	42
Tabla 4.2 – Beta de la Acción ( $\beta_{pC/D}$ ) de Socovesa (2010-2016). ....	43

Tabla 5.1 – Proyección de Tasa de Crecimiento por Unidad de Negocio de Socovesa, años 2016 – 2020.....	48
Tabla 5.2 – Proyección de Ingresos por Unidad de Negocio, años 2016 - 2020 (MUF). .....	48
Tabla 5.3 – Proyección de Costos de Ventas de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF). .....	48
Tabla 5.4 – Proyección de GAV de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).....	49
Tabla 5.5 – Proyección de Resultado No Operacional de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF). ....	49
Tabla 5.6 – Proyección de Ganancia Antes de Impuestos de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF). ....	50
Tabla 5.7 – Proyección de Impuestos de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).....	50
Tabla 5.8 – Proyección de Ganancia Después de Impuestos de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF). ....	51
Tabla 5.9 – Proyección de Estados de Resultados por Función de Socovesa (MUF) (2016 – 2020). ....	52
Tabla 6.1 – Depreciación Acumulada de Principales Activos, Socovesa. ....	54
Tabla 6.2 – Vida útil de los Principales Activos, Socovesa. ....	54
Tabla 6.3 – Capital de Trabajo, Socovesa. (MUF) .....	56
Tabla 6.4 – Índices RTCON empresa Socovesa.....	56
Tabla 6.5 – Índices CTON y RTON empresa comparables.....	57
Tabla 6.6 – Proyección de la inversión en Capital de trabajo de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF). ....	57
Tabla 6.7 – Activos Prescindibles de Socovesa, (al 30 de junio de 2016) (MUF). ....	58
Tabla 6.8 – Deuda Financiera Socovesa (MUF). ....	58
Tabla 6.9 – Flujo de Caja Libre Proyectado Socovesa (MUF).....	59
Tabla 7.1 – Valor de la empresa según método de FCL, Socovesa (MUF). ....	60
Tabla A1. 1 – Accionistas Principales de Besalco S.A. (al 30 de junio de 2016).....	64
Tabla A1. 2 – Accionistas Principales de SalfaCorp S.A. (al 30 de junio de 2016). ..	67
Tabla A1. 3 – Accionistas Principales de Paz Corp S.A. (al 30 de junio de 2016). ...	69

## LISTA DE FIGURAS

---

Figura 2.1 – Gráfico de Ingresos y Márgenes de Socovesa (2010 – 2016). ....	15
Figura 2.2 – Gráfico de Ingresos Consolidados de Socovesa (2011 – 2016). ....	15
Figura 2.3 – Gráfico de la evolución del PIB nacional y el PIB de la Construcción (1997 - 2015).....	17
Figura 2.4 – Gráfico de evolución de IPEC (2013 - 2015).....	20
Figura 3.1 – Evolución Trimestral de Oferta y Stock de Socovesa (2014 – 2015). ...	29
Figura 3.2 – Gráfico de evolución de Ingresos por Unidad de Negocio (MUF) (2012 – 2016). ....	31
Figura 3.3 – Gráfico evolución Costos de Operación de Socovesa (2012-2016).....	35
Figura A1. 1– Gráfico de evolución de Ingresos de Besalco S.A. (2010 – 2015).....	63
Figura A1. 2 – Gráfico de evolución de Ingresos de SalfaCorp S.A. (2011 - 2015)...	66
Figura A1. 3 – Gráfico de evolución de índice EBITDA de SalfaCorp S.A. (2011 - 2015). ....	66

## RESUMEN EJECUTIVO

---

La presente tesis de grado detalla el ejercicio de la Valoración Económica de la empresa Socovesa S.A., uno de los principales actores de la industria de la construcción del país, mediante el método de Flujo de Caja Descontado. Este trabajo consideró la información financiera de la empresa desde el año 2012 hasta el 30 de junio de 2016 y estimó los flujos hasta el año 2020, considerado el año 2021 como valor de término de la compañía.

El informe se estructura en un comienzo con la presentación de la metodología de Flujo de Caja Descontado utilizada para la Valoración Económica y continua con la descripción de la empresa Socovesa S.A., la industria en la cual está inserta, además, de dar una breve reseña de sus principales competidores en los mercados que opera (descripción presenta como parte del anexo del presente trabajo).

En base a los principios del método de Flujo de Caja Descontados, se desarrollaron los cálculos necesarios para obtener su estructura de capital. Con esta información se detalla la estimación del costo de capital de la empresa  $K_0$ , tasa de descuento necesaria para realizar los cálculos de los Flujos de Caja Libres.

En el siguiente apartado, se realiza un análisis operacional del negocio y la industria, presentando la estimación para años futuros de los componentes del estado de resultado, además, se realiza una revisión de cada una de estas cuentas para conocer su importancia en la confección de los estados de resultados para los períodos a estimar.

Con la información recabada en los capítulos anteriores se confeccionan los Flujos de Caja Libre necesarios para realizar la Valoración Económica de Socovesa S.A.

Finalmente, se presentan las conclusiones del presente trabajo en las cuales se comprueba una subvaloración de la empresa de parte del mercado, al comparar el precio por acción calculado versus el registrado al 30 de junio de 2016.

## 1. METODOLOGÍA

En el presente, valorar las empresas es cada día más necesario debido al aumento de fusiones y adquisiciones de los últimos años. Se puede definir la valoración de la empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada.

Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido el valor definitivo. Se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, ni por supuesto su precio. El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad, podríamos considerarlo como una opinión. Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Las mayores diferencias entre precio y valor suelen generarse por las relaciones de mercado entre compradores y vendedores. El precio de una empresa se halla normalmente muy por encima de su valor si llega a llamar la atención de varios compradores como fue el caso de las empresas de informática en los 90's. En caso contrario, el precio está por debajo del valor de las empresas.

Una valoración es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.

Las razones internas para evaluar una empresa radican en que dicha valoración está dirigida a los gestores de la empresa y no para determinar su valor para una posterior venta. Los objetivos de estas valoraciones pueden ser los siguientes:

- Conocer la situación del patrimonio
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos
- Establecer las políticas de dividendos
- Estudiar la capacidad de deuda
- Reestructuración de capital
- Herencia, sucesión, etc.

Las razones externas están motivadas por la necesidad de comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros. Normalmente se tiene la finalidad de vender la empresa o parte de ella, solicitar deuda o para fusiones y adquisiciones, entre otras tal como se describe a continuación:

- 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:

Tabla 1.1 – Principales Métodos de Valoración de Empresas.

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTOS DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor Contable	Múltiplos	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 Proyecto
	EBITDA	Otros	Capital Cash Flow	CFROI	Aplazar la inversión
	Otros Múltiplos		APV		Usos alternativos

(Fuente: Fernández, 2013).

## 1.1. Valoración de la Empresa mediante Flujo de Caja Descontado

La metodología de de Flujos de Caja Descontado, fundamentada teóricamente en el artículo de Modigliani y Miller (1958), permite obtener la valorización de la empresa considerando todas las sinergias que interactúan en su interior y que generan valor agregado, el cual no es registrado por la contabilidad normal de la empresa.

El flujo de caja descontado es considerado como una medida apropiada de los ingresos y egresos de una empresa durante un determinado período. Por lo anterior, una de las mejores formas de estimar la capacidad de generación de recursos de un negocio, ya sea para medir la rentabilidad sobre el patrimonio o la capacidad de la empresa para pagar la deuda, es a través de su cálculo. Fundamentos por lo cual dicho método será utilizado para analizar la empresa Socovesa S.A. en los siguientes capítulos.

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. 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.

En el caso de una compañía establecida que continuara con sus operaciones en el futuro, la fórmula para su calcular su valoración es:

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

Siendo:

CF<sub>i</sub>: 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 siguiente fórmula.

$$VR_n = \frac{CF_n * (1 + g)}{(k - g)}$$

Donde K corresponde a la tasa de descuento apropiado para el riesgo de los flujos de fondos

En concreto, el método de Valoración de la empresa por medio de Flujo de Caja Descontado considerará en los próximos capítulos:

- Calcular los flujos de caja descontado para cada período.
- Obtener la tasa de descuento para estimar a valor presente los flujos de caja.
- El cálculo capital de trabajo.
- El valor terminal de la empresa.

## **2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA**

En el presente capítulo se describirá a la empresa Socovesa S.A. junto con la industrial de la construcción a la cual pertenece y tres principales empresas comparables: Besalco S.A, SalfaCorp S.A. y Paz Corp S.A.; todas empresas con una amplia trayectoria y presencia en el mercado nacional.

### **2.1. Descripción de la Empresa en estudio: SOCOVESA S.A.**

Empresas Socovesa es una compañía inmobiliaria y constructora integrada verticalmente, cuya cadena de valor abarca desde la decisión de llevar a cabo un proyecto, hasta el servicio de postventa. La Sociedad realiza sus actividades principalmente en el área de desarrollo inmobiliario y, en forma marginal, en el área de Ingeniería y Construcción a través de sus distintas filiales, lo que le ha permitido mantenerse cerca de los clientes, logrando interpretar y atender de mejor manera las necesidades de estos, y al mismo tiempo, potenciar las sinergias entre los distintos negocios mejorando el control de costos, los márgenes operacionales y haciendo un uso eficiente del capital invertido por negocio.

Empresas Socovesa es una sociedad anónima abierta, inscrita en la Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile (Nemotécnico para bolsa de valores: SOCOVESA). La Sociedad fue constituida por escritura pública de fecha 24 de diciembre de 1982. El Rol Único Tributario de la Sociedad es el N° 94.840.000-6 y su domicilio comercial se encuentra en Avda. Eliodoro Yáñez 2962, comuna de Providencia.

Las prácticas de gobierno corporativo de Empresas Socovesa se rigen por el siguiente marco legal: Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas; Reglamento de Sociedades Anónimas; Estatutos Sociales de Socovesa S.A.; Ley 18.045 de Mercado de Valores y por la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS).

A partir del 29 de diciembre de 2007, la Sociedad está inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros con el número 983, y está, por lo tanto, sujeta a su fiscalización.

El Grupo de Empresas Socovesa es controlado por el señor Eduardo Gras Díaz y familia, a través de Inversiones San Miguel Ltda., Inversiones La Cordillera, Inversiones Aseco Ltda., Inversiones Santa Cecilia SCC, Inversiones Santa Carolina Ltda., Inversiones Santa Montserrat Ltda., Inversiones Lagos del Sur Ltda., G y A S.A., Inversiones Aguas Coloradas, Inversiones Río Moldava Ltda., e Inversiones Marlit S.A.

La Compañía cuenta con dos unidades de negocio: el Área Inmobiliaria y el Área de Ingeniería y Construcción, que buscan potenciar el liderazgo de Empresas Socovesa en las distintas regiones y nichos de mercado donde opera.

1. **Área Inmobiliaria:** formada por Socovesa Santiago, que abarca los proyectos inmobiliarios, principalmente casas, ubicados entre las regiones IV y VI, incluyendo la Región Metropolitana; Socovesa Sur, que contempla proyectos inmobiliarios ubicados entre las regiones VII y XII; Almagro, que desarrolla proyectos de departamentos en altura principalmente para los segmentos socioeconómicos ABC1 y C2; Pilares, filial que desarrolla departamentos en altura, en zonas urbanas para los segmentos C2 y C3, y Socovesa Desarrollos Comerciales, empresa que cubre el segmento de proyectos inmobiliarios no habitacionales.
2. **Área de Ingeniería y Construcción:** formada por Socoicsa Construcción y Socoicsa Montajes, filiales que estuvieron centradas en la ejecución de proyectos para terceros del sector público y privado. La Compañía está abandonando este segmento de negocio en forma paulatina, no manteniendo proyectos en ejecución ni backlog al 31 de diciembre de 2015.

A través de esta estructura, Empresas Socovesa ha logrado generar una importante presencia a lo largo del país. El año 2015, la Compañía logró mantener la rentabilidad de los proyectos inmobiliarios lograda el año 2014 producto de la capacidad de premiar los precios, controlar los costos y moderar la inversión, permitiendo así que la deuda financiera disminuyera de acuerdo a lo presupuestado.

Según resultados al 30 de junio de 2016, Socovesa S.A. presenta ingresos de M\$140.533.400, levemente inferiores al del año 2015 para el mismo periodo M\$142.061.567, pero con márgenes brutos en niveles record para el periodo enero-junio 2016 que alcanzan a 30%. Menores gastos financieros son resultado principalmente de una menor deuda promedio. Por otra parte, al segundo trimestre del año 2016 se registro un EBITDA de M\$ 25.687.553 variación positiva del 8% respecto al mismo periodo para el año 2015.

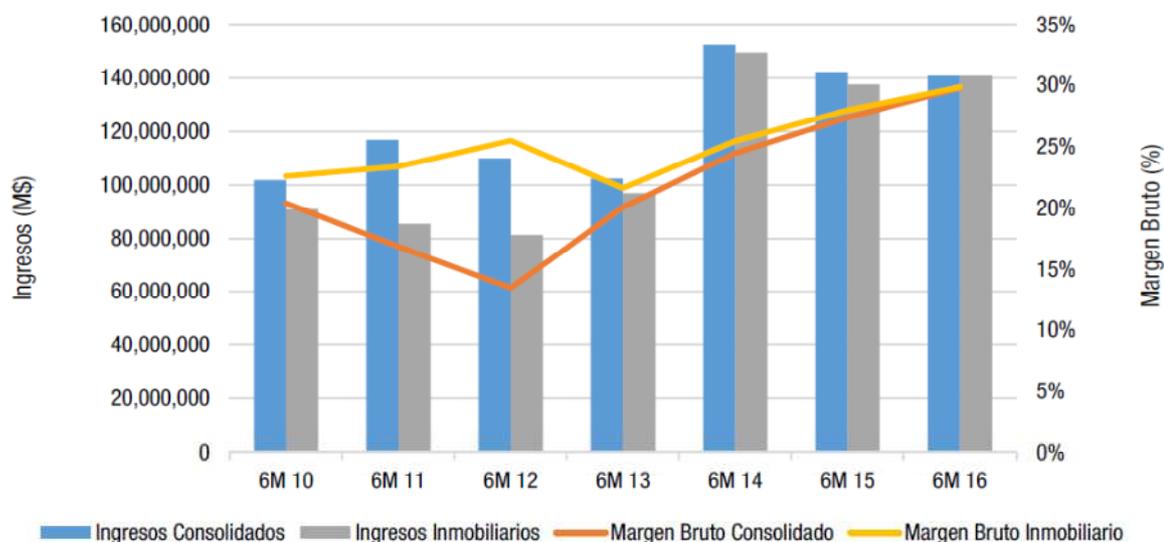


Figura 2.1 – Gráfico de Ingresos y Márgenes de Socovesa (2010 – 2016).  
(Fuente: Socovesa S.A.).

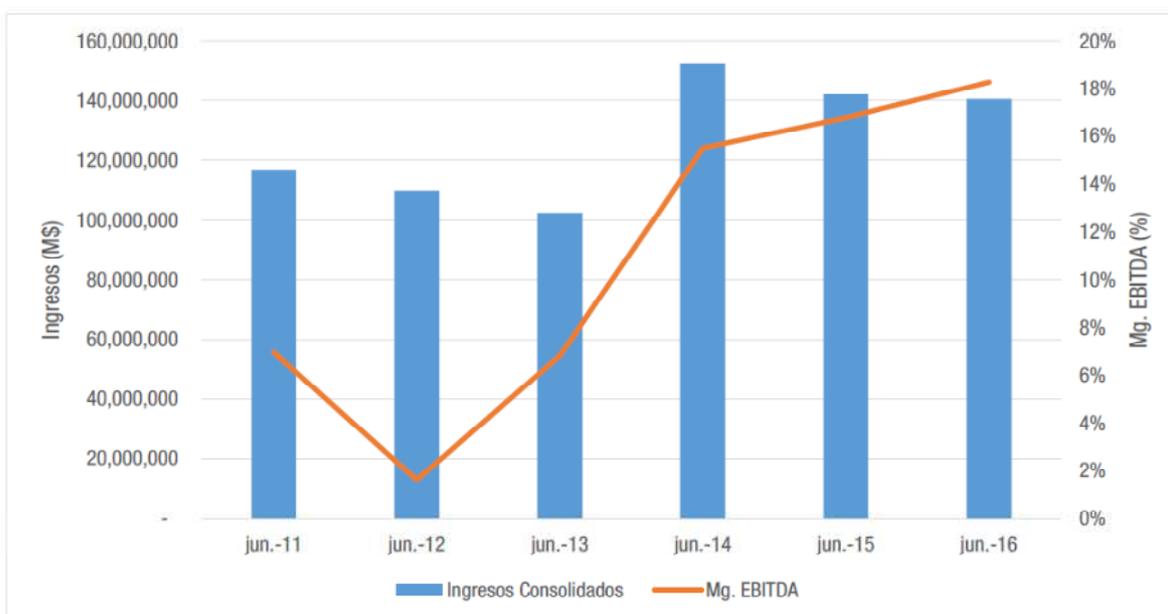


Figura 2.2 – Gráfico de Ingresos Consolidados de Socovesa (2011 – 2016).  
(Fuente: Socovesa S.A.).

Por otra parte, al 31 de diciembre de 2015 el capital de la Sociedad de Socovesa S.A está representado por 1.223.935.691 acciones suscritas y pagadas sin valor nominal.

Los 12 principales accionistas se detallan en el siguiente cuadro. En conjunto, suman el 81,4% de las acciones de la Compañía.

Tabla 2.1 – Accionistas Principales de Socovesa S.A. (al 30 de junio de 2016).

NOMBRE DEL ACCIONISTA	RUT	ACCIONES EN DCV	ACCIONES EN CORREDORAS	TOTAL DE ACCIONES	% DE LA PROPIEDAD
1 Inv. San Miguel Ltda.	96.531.570-5	304.456.287		304.456.287	24,9%
2 Inversiones Vaud	76.256.131-K	158.289.385		158.289.385	12,9%
3 Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	96.684.990-8	106.145.000		106.145.000	8,7%
4 Inversiones La Cordillera	77.487.140-3	67.463.156		67.463.156	5,5%
5 Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	96.489.000-5	50.437.631		50.437.631	4,1%
6 Inversiones ASECO Ltda.	76.475.875-7	46.847.567		46.847.567	3,8%
7 Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	96.804.330-7	46.022.157		46.022.157	3,8%
8 Inversiones Santa Carolina Ltda.	76.474.336-9	45.218.715		45.218.715	3,7%
9 Inversiones Santa Montserrat Ltda.	76.468.482-6	45.218.715		45.218.715	3,7%
10 Inv. Lagos del Sur Ltda.	76.468.484-2	45.218.715		45.218.715	3,7%
11 Inversiones Santa Cecilia SCC	77.487.160-8	45.218.715		45.218.715	3,7%
12 G y A S.A.	76.046.112-1	33.218.715	2.740.000	35.958.715	2,9%
Otros		230.180.933		227.425.740	18,6%
<b>TOTAL</b>		<b>1.223.935.691</b>		<b>1.223.935.691</b>	<b>100,00%</b>

(Fuente: Socovesa S.A.).

De acuerdo a 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, a través de las siguientes sociedades:

Tabla 2.2 – Sociedades Controladoras de Socovesa S.A. (al 30 de junio de 2016).

RAZON SOCIAL	ACCIONES DCV	ACCIONES CORREDORAS	ACCIONES TOTALES	PORCENTAJE
Inv. San Miguel Ltda.	304.456.287		304.456.287	24,9%
Inversiones La Cordillera	67.463.156		67.463.156	5,5%
Inversiones Aseco Ltda.	46.847.567		46.847.567	3,8%
Inversiones Santa Cecilia SCC	45.218.715		45.218.715	3,7%
Inversiones Santa Carolina Ltda.	45.218.715		45.218.715	3,7%
Inversiones Santa Montserrat Ltda.	45.218.715		45.218.715	3,7%
Inv. Lagos del Sur Ltda.	45.218.715		45.218.715	3,7%
G y A S.A.	33.218.715	2.740.000	35.958.715	2,9%
Inversiones Aguas Coloradas	3.860.000	148.844	4.008.844	0,3%
Inversiones San Javier Ltda.	1.505.345		1.505.345	0,1%
Inversiones Rio Moldava Ltda.	1.251.926		1.251.926	0,1%
Asesorías y Construcción Ltda.	339.344	166.000	505.344	0,04%
Asesorías Agrícolas San Manuel Ltda.	339.344	15.193	354.537	0,03%
Inversiones Marlit S. A.	43		43	0,000004%
Acciones a título personal de algunos miembros de la familia	829.452	226.400	1.055.852	0,09%
<b>TOTAL</b>	<b>640.986.039</b>	<b>3.296.437</b>	<b>644.282.476</b>	<b>52,6%</b>

(Fuente: Socovesa S.A.).

En concreto, la Familia Gras controla el 52,6% de las acciones de Socovesa S.A., serie única. Al 31 de diciembre de 2015, el señor Justino Negrón Bornand 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 San Antonio Ltda. y a título personal. Además, a esa fecha, los ejecutivos y empleados de Empresas Socovesa mantenían el 3% de la propiedad de la Compañía.

## 2.2. 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 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. Lo anterior se refleja en el gráfico que se muestra a continuación:

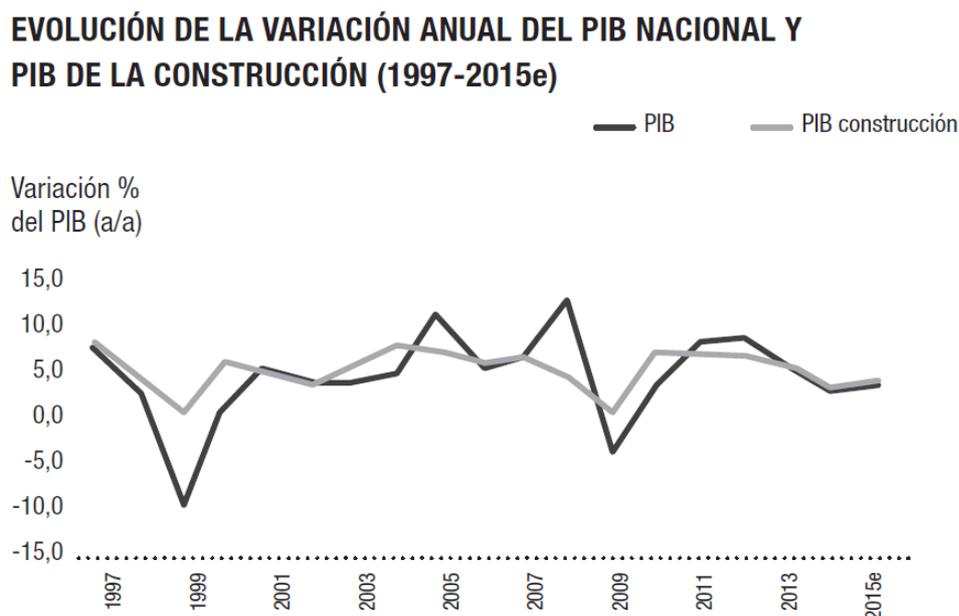


Figura 2.3 – Gráfico de la evolución del PIB nacional y el PIB de la Construcción (1997 - 2015).  
(Fuente: Banco Central de Chile).

Esta Industria sensible al ciclo económico, es impactada 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 vigentes y el nivel de inversión tanto pública como privada en los distintos sectores industriales.

La Industria de la Construcción consta de dos áreas principales de negocio:

1. **Desarrollo Inmobiliario:** el negocio inmobiliario consiste en el desarrollo de proyectos de vivienda con y sin subsidio, proyectos de oficina, 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, 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 y desarrollo de proyectos, la permanencia en el tiempo de las compañías inmobiliarias viene determinada por su tamaño y solidez financiera. Asimismo, 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 para ese segmento. Esta es la principal razón por la que, generalmente, no se encuentran las mismas empresas compitiendo entre sí en más de un segmento de negocio o en más de un mercado geográfico.

Entre los principales competidores de Socovesa S.A. en el negocio inmobiliario se encuentran las empresas Aconcagua, Paz, Inmobiliaria Manquehue, Enaco, Broteclcafal, Moller y Pérez Cotapos, Fernández Wood, Santa Beatriz, Euro, entre otras.

2. **Ingeniería y Construcción:** El área de Ingeniería y Construcción de esta industria se compone de cuatro sub-áreas: (a) ejecución de proyectos civiles, (b) servicios de ensamblaje industrial, (c) contratos gubernamentales, y (d) reparaciones y demoliciones. Socovesa S.A. participa en este negocio a través de su subsidiaria Socoicsa.

El negocio de Ingeniería y Construcción en Chile está fuertemente atomizado. Sin embargo, la competencia se presenta 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.

En el negocio de Ingeniería y Construcción, participan Salfacorp, Ingevec, Claro Vicuña Valenzuela, Bravo Izquierdo, Brotec, Ingetal, Vilicic (Punta Arenas), JCE (Concepción), Besalco, entre otros.

Como parte de la Industria de la Construcción, se considera que el negocio Inmobiliario depende en gran medida de las fluctuaciones de las tasas de interés de largo plazo y de las expectativas económicas del consumidor acerca de sus ingresos futuros y su capacidad de servir la deuda hipotecaria. Incrementos en las tasas de

interés y el resultante aumento en el costo de crédito, junto con el empeoramiento de las expectativas económicas, podrían eventualmente disminuir la demanda por viviendas mayoritariamente en los segmentos socioeconómicos medios y altos. Socovesa ha buscado diversificar su negocio en términos de mercados geográficos y productos, a distintos segmentos socioeconómicos como forma de administrar este riesgo. No obstante lo anterior, el efecto de un cambio en las expectativas económicas afecta principalmente las ventas en verde futuras, pues las ya realizadas están respaldadas con promesas de compraventa.

Por su parte, el negocio de Ingeniería y Construcción depende de las inversiones privadas y públicas. Las primeras están ligadas en forma importante al ciclo económico, ya que dependen de las expectativas del sector privado; sin embargo, la inversión pública es en muchos casos contra cíclica, ya que el Gobierno la utiliza como mecanismo reactivador dado el importante uso de recursos humanos que requiere este negocio. Socovesa estima que los márgenes operacionales para el segmento de obras civiles tanto públicas como privadas son muy estrechos. Es por esto que se ha decidido no tomar nuevos contratos en este segmento del mercado

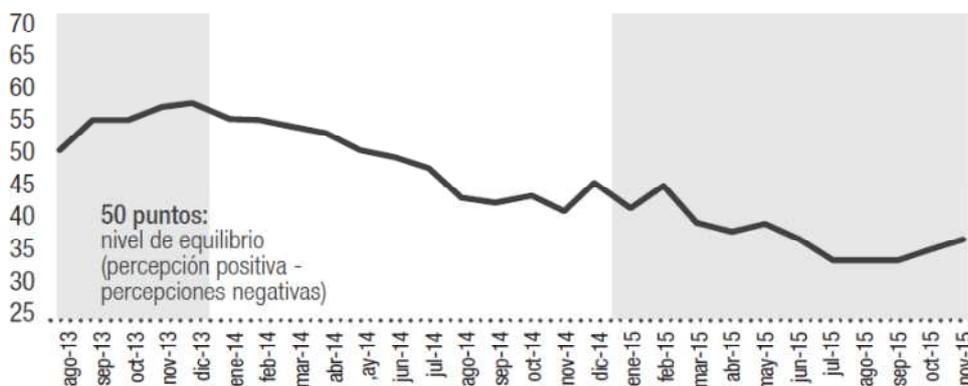
Si se analiza lo que ha ocurrido en Chile los últimos años, se puede apreciar una desaceleración gradual de su actividad económica. Después del auge observado entre el 2010 y 2012, el crecimiento del PIB se redujo en forma importante los años 2014 y 2015, afectado por un retroceso en el sector minero debido al fin del ciclo de inversión y la caída de los precios del cobre. A esto se sumó un declive en el consumo privado, impactado en parte por el mayor nivel de incertidumbre que se mantuvo en el país durante el año y el deterioro de la confianza de los consumidores<sup>1</sup> y del mundo empresarial<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Las expectativas de los consumidores, reflejada en el Índice de Confianza del Consumidor (IPEC), alcanzó el nivel de 36.4 puntos, cifra que se mantiene en el área de pesimismo (bajo 50 puntos).

<sup>2</sup> El Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) alcanzó a 42.5 puntos en diciembre de 2015, manteniéndose en la zona pesimista.

## EVOLUCIÓN IPEC AGOSTO 2013- NOVIEMBRE 2015



**Nota:**

El valor 0 indica máximo pesimismo y el valor 100 indica máximo optimismo.

**Fuente:**

GFK Adimark noviembre 2015

Figura 2.4 – Gráfico de evolución de IPEC (2013 - 2015).  
(Fuente: GFK Adimark).

El menor crecimiento de China y su impacto negativo en el precio del cobre, al igual que la situación de Brasil y de América Latina en general, incidieron en el deterioro del panorama internacional para Chile. De igual forma, el retraso en la convergencia de la inflación a la meta establecida por el Banco Central mantuvo elevada la dinámica de precios aún en un contexto de menores precios del petróleo. Así, el IPC del año alcanzó a 4,4% y se estima esté en torno a 4,0% el 2016 para luego llegar a la meta de 3,0% a fines del 2017. Por su parte, la tasa de desocupación del último trimestre móvil alcanzó a 6.3%, mostrando una relativa estabilidad en relación a los niveles del año 2014. Esta tasa se considera sana para el mercado laboral chileno.

Por el lado financiero, y al igual que el año 2014, la tasa de interés promedio para créditos hipotecarios se mantuvo en niveles mínimos de los últimos años. Las colocaciones de vivienda mantuvieron un crecimiento anual alrededor del 15% en términos nominales, pero de 5% si se considera el número de operaciones, cifra inferior al promedio histórico desde 2002. En cuanto a los indicadores de riesgo del segmento hipotecario, estos también se han mantenido estables en niveles mínimos de los últimos años. Asimismo, durante el año 2015 se produjo una restricción crediticia en el segmento hipotecario tanto para personas como para empresas, de acuerdo a la encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central, lo cual se debió fundamentalmente al mayor riesgo de los clientes y a los cambios en la normativa que impactan al sector.

Por el lado inmobiliario, el sector mostró un avance importante en las unidades vendidas durante el año 2015. Lo anterior se debió en parte importante, al adelanto de la decisión de compra de viviendas, dada las expectativas del impacto tributario (ley que aplicará IVA a la venta de viviendas) en los precios de las viviendas a partir de enero del año 2016. Asimismo, el subsidio de integración DS-116 entregado por el Gobierno, generó una mayor oferta inmobiliaria principalmente en comunas más periféricas, lo cual debería prolongarse al año 2016.

Si se consideran las cifras que entrega la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), el análisis del año 2015 presentó un avance del 27% en las ventas brutas medidas en unidades respecto del 2014, que se descompone en una disminución de la venta de casas de 2% pero en un aumento de 38% en el caso de los departamentos. De esta manera, el año 2015 se instala como el mejor año de la última década, superando incluso las cifras registradas los años 2012 y 2013. Asimismo, la medición realizada en UF, presenta un aumento de 33% respecto a lo vendido el año 2014.

Por el lado de la oferta, medida en unidades, las cifras también presentan un aumento de 17% respecto a igual periodo del año 2014, explicado por un aumento de 4% en las unidades ofertadas de casas y de 19% de departamentos. Lo anterior se traduce en una disminución de los meses para agotar stock, los cuales se ubicaron en 10.8 meses en diciembre de 2015 versus 15.5 meses en diciembre de 2014.

Las cifras entregadas por Collect, también presentan un aumento de las unidades vendidas de 36% y un aumento de la oferta de 23%, ambos respecto del año 2014. Esto se descompone en un aumento de las unidades de departamentos vendidas de 47% y una disminución de las unidades de casas de 8%. Por su parte, la oferta de departamentos, medida en unidades, aumentó un 29% mientras que la de casas disminuyó un 2% en relación al año 2014.

En cuanto al negocio inmobiliario no residencial, éste registró, de acuerdo a lo esperado y en línea con la menor actividad económica, una baja significativa en la producción histórica de oficinas clase A+ y A, con la entrega de 105.268 m<sup>2</sup>, lo que significó aproximadamente un 57% menos que el año anterior. Por su parte, la absorción de espacios totalizó los 85.189 m<sup>2</sup>, lo que representó un 39% menos que lo observado el año anterior. Habida cuenta de lo anterior, la vacancia de oficinas alcanzó a 9.18%<sup>3</sup>, correspondiente a 213.117 m<sup>2</sup>. En cuanto a los mercados donde participa Empresas Socovesa a través de Socovesa Desarrollos Comerciales, Providencia y Las Condes, estos experimentaron tasas de vacancia en el entorno al 8%, cifra que se ubica en el rango superior según se entiende en mercados más desarrollados, los cuales habitualmente se mueven entre el 6% y 8%. A nivel de mercado, los precios promedio se mantuvieron respecto a lo observado en 2014.

---

<sup>3</sup> GPSProperty.

En resumen, durante el año 2015 se mantuvo una significativa divergencia entre los fundamentos del sector y la demanda por vivienda, lo cual tiene su origen en el adelanto de la decisión de compra para aprovechar el beneficio fiscal de no pagar IVA.

De forma complementaria, en el Anexo 1 del presente informe se describen las principales características de tres empresas de la Industria de la Construcción, empresas comparables a Socovesa S.A. en cuanto a su línea de negocio, a saber: Besalco S.A. SalfaCorp S.A. y Paz Corp S.A., información útil para propósitos de desarrollo y análisis de proyecciones de resultados dados a conocer en los siguientes ítems.

### 3. ANÁLISIS OPERACIONAL DE LA EMPRESA

En el presente capítulo se desarrollará un Análisis Operacional de la empresa en estudio Socovesa S.A., razón por la cual en los siguientes apartados se presentará el Balance General y Estados de Resultados desde el año 2012 hasta el segundo trimestre del año 2016.

#### 3.1. Balance General

Tabla 3.1 – Balance General de Socovesa (M\$) (2012 – 2016).

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA SOCOVESA S.A. (M\$)	2016*	2015	2014	2013	2012
<b>ACTIVOS, TOTAL</b>	<b>830.463.484</b>	<b>844.927.170</b>	<b>863.600.922</b>	<b>849.079.797</b>	<b>780.170.289</b>
<b>Activos Corrientes</b>	<b>449.778.205</b>	<b>460.844.003</b>	<b>448.639.270</b>	<b>488.997.711</b>	<b>547.695.136</b>
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	18.369.999	21.994.847	16.292.498	9.700.180	13.280.997
Otros Activos Financieros, Corriente	795.001	1.046.358	12.291.279	1.534.294	140.202
Otros Activos No Financieros, Corriente	862.889	739.376	840.513	1.090.958	974.909
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto Corriente	75.907.754	121.785.810	125.300.340	139.246.460	158.785.289
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	9.251.883	9.028.357	8.789.457	5.714.671	737.673
Inventarios, Corrientes	330.775.096	292.741.376	274.313.135	321.335.106	356.998.565
Activos biológicos, corrientes	-	-	97.350	134.847	-
Activos por Impuestos, Corrientes	13.815.583	13.507.879	10.714.698	10.241.195	16.777.501
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>380.685.279</b>	<b>384.083.167</b>	<b>414.961.652</b>	<b>360.082.086</b>	<b>232.475.153</b>
Otros Activos Financieros, No Corriente	3.094.043	3.371.698	3.128.222	3.347.675	3.475.865
Derechos por Cobrar, No Corrientes	10.361.730	10.697.291	23.647.790	4.984.184	891.893
Inventarios, No Corrientes	81.982.996	79.638.653	123.102.434	120.891.700	-
Inversiones Contabilizadas por el Método de Participación	3.419.523	2.605.725	2.674.954	3.111.427	2.664.306
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	55.889.320	55.182.021	53.656.837	50.173.094	48.322.454
Plusvalía	12.900.421	12.900.421	12.900.421	12.900.421	12.900.421
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	16.997.440	17.339.655	17.869.827	19.063.297	20.037.264
Activos por impuestos corrientes, No Corrientes	7.639.344	7.644.646	8.513.606	9.654.224	-
Activos biológicos, No Corrientes	3.007.782	2.663.182	1.599.390	644.929	-
Propiedades de Inversión	148.627.157	157.503.816	140.992.815	121.295.175	128.876.147
Activos por Impuestos Diferidos	36.765.523	34.536.059	26.875.356	14.015.960	15.306.803

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

Tabla 3.1 – Balance General de Socovesa (M\$) (2012 – 2016). (Continuación).

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA SOCOVESA S.A. (M\$)	2016*	2015	2014	2013	2012
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO, TOTAL</b>	<b>830.463.484</b>	<b>844.927.170</b>	<b>863.600.922</b>	<b>849.079.797</b>	<b>780.170.289</b>
<b>PASIVOS</b>	<b>535.458.746</b>	<b>557.582.500</b>	<b>589.691.908</b>	<b>603.592.166</b>	<b>547.998.240</b>
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>518.346.914</b>	<b>508.106.068</b>	<b>556.270.852</b>	<b>594.013.113</b>	<b>510.343.956</b>
Otros Pasivos Financieros, Corrientes	391.822.902	371.382.824	433.738.680	487.849.383	397.096.796
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corrientes	114.169.980	121.280.225	100.678.669	89.952.863	88.164.693
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	10.166.853	11.690.711	14.148.376	13.426.105	18.832.922
Otras Provisiones, Corrientes	1.670.150	1.825.059	1.984.420	1.460.872	2.532.858
Pasivos por Impuestos Corrientes	504.189	1.914.649	5.705.802	1.288.375	2.347.446
Otros Pasivos No Financieros, Corrientes	12.840	12.600	14.905	35.515	1.369.241
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>17.111.832</b>	<b>49.476.432</b>	<b>33.421.056</b>	<b>9.579.053</b>	<b>37.654.284</b>
Otros Pasivos Financieros, No Corrientes	4.151.592	36.400.325	23.970.117	729.137	23.956.087
Otras Cuentas por Pagar, No Corrientes					3.517.476
Otras Provisiones, No Corrientes	2.500.531	2.737.301	2.384.613	1.689.987	31.808
Pasivos por Impuestos Diferidos	10.459.709	10.338.806	7.066.326	7.159.929	10.148.913
<b>PATRIMONIO</b>	<b>295.004.738</b>	<b>287.344.670</b>	<b>273.909.014</b>	<b>245.487.631</b>	<b>232.172.049</b>
<b>Patrimonio Neto Atribuible a los Tenedores de Instrumentos de Patrimonio Neto de Controladora (Presentación)</b>	<b>288.812.048</b>	<b>276.780.971</b>	<b>259.843.720</b>	<b>235.793.399</b>	<b>227.365.153</b>
Capital Emitido	127.688.597	127.688.597	127.688.597	127.688.597	127.688.597
Primas de Emisión	49.597.096	49.597.096	49.597.096	49.597.096	49.597.096
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	105.120.642	92.910.751	76.366.183	52.741.505	44.560.173
Otras Reservas	6.405.713	6.584.527	6.191.844	5.766.201	5.519.287
<b>Patrimonio Neto Atribuible a los Propietarios de la Controladora</b>	<b>6.192.690</b>	<b>10.563.699</b>	<b>14.065.294</b>	<b>9.694.232</b>	<b>4.806.896</b>
Participaciones No Controladores (Minoritarias)	6.192.690	10.563.699	14.065.294	9.694.232	4.806.896

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

Tabla 3.2 – Balance General de Socovesa (MUF) (2012 – 2016).

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA SOCOVESA S.A. (MUF)	2016*	2015	2014	2013	2012
<b>ACTIVOS, TOTAL</b>	<b>31.877,1</b>	<b>32.967,5</b>	<b>35.067,1</b>	<b>36.426,2</b>	<b>34.156,9</b>
<b>Activos Corrientes</b>	<b>17.264,6</b>	<b>17.981,3</b>	<b>18.217,3</b>	<b>20.978,4</b>	<b>23.978,9</b>
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	705,1	858,2	661,6	416,1	581,5
Otros Activos Financieros, Corriente	30,5	40,8	499,1	65,8	6,1
Otros Activos No Financieros, Corriente	33,1	28,8	34,1	46,8	42,7
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto Corriente	2.913,7	4.751,9	5.087,9	5.973,8	6.951,8
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	355,1	352,3	356,9	245,2	32,3
Inventarios, Corrientes	12.696,7	11.422,2	11.138,7	13.785,6	15.629,9
Activos biológicos, corrientes	-	-	4,0	5,8	-
Activos por Impuestos, Corrientes	530,3	527,1	435,1	439,4	734,5
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>14.612,5</b>	<b>14.986,2</b>	<b>16.849,8</b>	<b>15.447,8</b>	<b>10.178,1</b>
Otros Activos Financieros, No Corriente	118,8	131,6	127,0	143,6	152,2
Derechos por Cobrar, No Corrientes	397,7	417,4	960,2	213,8	39,0
Inventarios, No Corrientes	3.146,9	3.107,4	4.998,7	5.186,4	-
Inversiones Contabilizadas por el Método de Participación	131,3	101,7	108,6	133,5	116,6
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	2.145,3	2.153,1	2.178,8	2.152,5	2.115,6
Plusvalía	495,2	503,4	523,8	553,4	564,8
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	652,4	676,6	725,6	817,8	877,3
Activos por impuestos corrientes, No Corrientes	293,2	298,3	345,7	414,2	-
Activos biológicos, No Corrientes	115,5	103,9	64,9	27,7	-
Propiedades de Inversión	5.705,0	6.145,5	5.725,1	5.203,7	5.642,4
Activos por Impuestos Diferidos	1.411,2	1.347,5	1.091,3	601,3	670,2
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO, TOTAL</b>	<b>31.877,1</b>	<b>32.967,5</b>	<b>35.067,1</b>	<b>36.426,2</b>	<b>34.156,9</b>
<b>PASIVOS</b>	<b>20.553,4</b>	<b>21.755,8</b>	<b>23.944,8</b>	<b>25.894,6</b>	<b>23.992,1</b>
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>19.896,6</b>	<b>19.825,4</b>	<b>22.587,8</b>	<b>25.483,7</b>	<b>22.343,6</b>
Otros Pasivos Financieros, Corrientes	15.040,0	14.490,7	17.612,3	20.929,2	17.385,5
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corrientes	4.382,4	4.732,1	4.088,1	3.859,1	3.860,0
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	390,3	456,2	574,5	576,0	824,5
Otras Provisiones, Corrientes	64,1	71,2	80,6	62,7	110,9
Pasivos por Impuestos Corrientes	19,4	74,7	231,7	55,3	102,8
Otros Pasivos No Financieros, Corrientes	0,5	0,5	0,6	1,5	59,9
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>656,8</b>	<b>1.930,5</b>	<b>1.357,1</b>	<b>410,9</b>	<b>1.648,6</b>
Otros Pasivos Financieros, No Corrientes	159,4	1.420,3	973,3	31,3	1.048,8
Otras Cuentas por Pagar, No Corrientes	0,0	0,0	0,0	0,0	154,0
Otras Provisiones, No Corrientes	96,0	106,8	96,8	72,5	1,4
Pasivos por Impuestos Diferidos	401,5	403,4	286,9	307,2	444,3
<b>PATRIMONIO</b>	<b>11.323,7</b>	<b>11.211,7</b>	<b>11.122,3</b>	<b>10.531,6</b>	<b>10.164,8</b>
<b>Patrimonio Neto Atribuible a los Tenedores de Instrumentos de Patrimonio Neto de Controladora (Presentación)</b>	<b>11.086,0</b>	<b>10.799,5</b>	<b>10.551,1</b>	<b>10.115,7</b>	<b>9.954,4</b>
Capital Emitido	4.901,3	4.982,2	5.184,9	5.477,9	5.590,4
Primas de Emisión	1.903,8	1.935,2	2.013,9	2.127,8	2.171,4
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	4.035,0	3.625,2	3.100,9	2.262,7	1.950,9
Otras Reservas	245,9	256,9	251,4	247,4	241,6
<b>Patrimonio Neto Atribuible a los Propietarios de la Controladora</b>	<b>237,7</b>	<b>412,2</b>	<b>571,1</b>	<b>415,9</b>	<b>210,5</b>
Participaciones No Controladores (Minoritarias)	237,7	412,2	571,1	415,9	210,5

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

### 3.2. Estados de Resultados

Tabla 3.3 – Estados de Resultados por Función de Socovesa (M\$) (2012 – 2016).

ESTADOS DE RESULTADOS POR FUNCIÓN SOCOVESA S.A. (M\$)	2016*	2015	2014	2013	2012
Ingresos de Actividades Ordinarias	140.533.400	363.546.013	394.735.513	315.959.961	331.002.079
Costo de Ventas	-98.688.044	-257.460.914	-292.017.243	-244.600.917	-266.925.839
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>41.845.356</b>	<b>106.085.099</b>	<b>102.718.270</b>	<b>71.359.044</b>	<b>64.076.240</b>
Otros Ingresos, por función	2.949.916	4.948.326	2.749.128	3.712.960	4.518.479
Gastos de Administración	-20.746.016	-46.010.967	-42.702.132	-36.828.655	-34.265.902
Otros Gastos, por función	-658.501	-11.877.081	-4.617.750	-1.150.399	-711.456
Ingresos Financieros	662.883	1.251.203	1.262.934	1.053.361	797.744
Costos Financieros	-7.181.374	-17.854.494	-21.331.115	-19.056.425	-16.353.039
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	1.378.794	-272.467	-700.564	120.611	104.923
Diferencias de cambio	14.969	-8.085	1.551	137	1.921
Resultados por Unidades de Reajuste	481.739	1.613.144	2.076.994	581.920	265.970
<b>Ganancia (Pérdida), Antes de Impuestos</b>	<b>18.747.766</b>	<b>37.874.678</b>	<b>39.457.316</b>	<b>19.792.554</b>	<b>18.434.880</b>
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	-2.442.125	-4.612.678	-4.206.915	-3.177.247	-1.903.246
<b>Ganancia (Pérdida) procedentes de Operaciones Continuas</b>	<b>16.305.641</b>	<b>33.262.000</b>	<b>35.250.401</b>	<b>16.615.307</b>	<b>16.531.634</b>
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>16.305.641</b>	<b>33.262.000</b>	<b>35.250.401</b>	<b>16.615.307</b>	<b>16.531.634</b>
<b>Ganancia (Pérdida), atribuible a</b>					
Ganancia (Pérdida), atribuible a los propietarios de la Controladora	14.455.957	30.407.756	28.411.689	12.032.420	11.434.818
Ganancia (Pérdida), atribuible a participaciones No Controladora	1.849.684	2.854.244	6.838.712	4.582.887	5.096.816
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>16.305.641</b>	<b>33.262.000</b>	<b>35.250.401</b>	<b>16.615.307</b>	<b>16.531.634</b>
<b>Ganancias por Acción</b>					
<b>Ganancias por Acción Básica</b>					
Ganancia (Pérdida) por Acción Básica en Operaciones Continuas (\$/acción)	11,81	24,84	23,21	9,83	9,34
<b>Ganancias por Acción Diluidas</b>					
Ganancias (Pérdidas) por Acción procedente de Operaciones Continuas (\$/acción)	11,81	24,84	23,21	9,83	9,34
<b>EBITDA</b>	<b>25.687.555</b>	<b>64.704.286</b>	<b>72.251.156</b>	<b>46.239.039</b>	<b>39.284.520</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>18,3%</b>	<b>17,8%</b>	<b>18,3%</b>	<b>14,6%</b>	<b>11,9%</b>

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

Tabla 3.4 – Estados de Resultados por Función de Socovesa (MUF) (2012 – 2016).

ESTADOS DE RESULTADOS POR FUNCIÓN SOCOVESA S.A. (MUF)	2016*	2015	2014	2013	2012
Ingresos de Actividades Ordinarias	5.394	14.185	16.029	13.555	14.492
Costo de Ventas	-3.788	-10.046	-11.858	-10.494	-11.686
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>1.606</b>	<b>4.139</b>	<b>4.171</b>	<b>3.061</b>	<b>2.805</b>
Otros Ingresos, por función	113	193	112	159	198
Gastos de Administración	-796	-1.795	-1.734	-1.580	-1.500
Otros Gastos, por función	-25	-463	-188	-49	-31
Ingresos Financieros	25	49	51	45	35
Costos Financieros	-276	-697	-866	-818	-716
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	53	-11	-28	5	5
Diferencias de cambio	0,57	-0,32	0,06	0,01	0,08
Resultados por Unidades de Reajuste	18	63	84	25	12
<b>Ganancia (Pérdida), Antes de Impuestos</b>	<b>720</b>	<b>1.478</b>	<b>1.602</b>	<b>849</b>	<b>807</b>
(Gasto) Ingreso por Impuestos a las Ganancias	-94	-180	-171	-136	-83
<b>Ganancia (Pérdida) procedentes de Operaciones Continuas</b>	<b>626</b>	<b>1.298</b>	<b>1.431</b>	<b>713</b>	<b>724</b>
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>626</b>	<b>1.298</b>	<b>1.431</b>	<b>713</b>	<b>724</b>
<b>Ganancia (Pérdida), atribuible a</b>					
Ganancia (Pérdida), atribuible a los propietarios de la Controladora	555	1.186	1.154	516	501
Ganancia (Pérdida), atribuible a participaciones No Controladora	71	111	278	197	223
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>626</b>	<b>1.298</b>	<b>1.431</b>	<b>713</b>	<b>724</b>
<b>Ganancias por Acción</b>					
<b>Ganancias por Acción Básica</b>					
Ganancia (Pérdida) por Acción Básica en Operaciones Continuas (\$/acción)	0,000453	0,000969	0,000943	0,000422	0,000409
<b>Ganancias por Acción Diluidas</b>					
Ganancias (Pérdidas) por Acción procedente de Operaciones Continuas (\$/acción)	0,000453	0,000969	0,000943	0,000422	0,000409
<b>EBITDA</b>	<b>986</b>	<b>2.525</b>	<b>2.934</b>	<b>1.984</b>	<b>1.720</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>18,3%</b>	<b>17,8%</b>	<b>18,3%</b>	<b>14,6%</b>	<b>11,9%</b>

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

### 3.3. Estructura de Capital de la Empresa

A continuación se especifica la Estructura de Capital de Socovesa S.A. al 30 de junio de 2016, detallando su Deuda Financiera y Patrimonio Económico.

#### 3.3.1. Deuda Financiera

Tabla 3.5 – Deuda Financiera de Socovesa (2012 – 2016).

DEUDA FINANCIERA SOCOVESA S.A.	2016*	2015	2014	2013	2012
Deuda Total (MUF)	15.199	15.911	18.586	20.960	18.434

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.)

#### 3.3.2. Patrimonio Económico

Tabla 3.6 – Patrimonio Económico de Socovesa (2012 – 2016).

PATRIMONIO ECONÓMICO SOCOVESA S.A.	2016*	2015	2014	2013	2012
Número total de Acciones Suscritas	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691	1.223.935.691
Precio por Acción (UF)	0,00487	0,00463	0,00495	0,00553	0,00993
<b>Patrimonio Económico (UF)</b>	<b>5.966.506</b>	<b>5.665.739</b>	<b>6.063.246</b>	<b>6.773.517</b>	<b>12.158.577</b>

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.)

#### 3.3.3. Estructura de Capital Objetivo

Tabla 3.7 – Estructura de Capital Objetivo de Socovesa (2012 – 2016).

ESTRUCTURA DE CAPITAL SOCOVESA S.A.	2016*	2015	2014	2013	2012	Promedio (2015-2016)
B/V	0,477	0,483	0,530	0,575	0,540	0,480
P/V	0,355	0,340	0,317	0,289	0,298	0,348
B/P	1,342	1,419	1,671	1,990	1,814	1,381

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.)

### 3.4. Análisis de Crecimiento

En los siguientes ítems se desarrollará un análisis de crecimiento de la empresa Socovesa S.A y la Industrial de la Construcción en la cual desarrolla sus actividades, materia con la cual se podrán definir supuestos para la proyección de los Estados de Resultados presentado en capítulos posteriores.

#### 3.4.1. Análisis de Crecimiento de la Empresa

Socovesa S.A. desarrolla sus negocios en dos principales áreas: Inmobiliaria e Ingeniería y Construcción, por lo que a continuación se detalla su evolución de Ingresos en el período estudiado.

**Negocio Inmobiliario:** Según análisis de la compañía y del sector industrial donde se desempeña la compañía, las promesas de viviendas de Empresas Socovesa durante el año 2016 tendrían una baja de un 14% respecto al año 2015, mientras que espera que la industria baje sus niveles de promesas en alrededor de 30%. Esta baja que se ha previsto con bastante tiempo le ha permitido a la empresa ajustar adecuadamente su stocks de viviendas, lo que hace disminuir este tipo de riesgo. Lo anterior se basa en la expectativa de que se mantengan bajas las tasas de interés de corto y largo plazo observadas durante los años anteriores y el impacto favorable que tendría, todavía durante este año, el IVA de las viviendas sobre las expectativas de los clientes. No obstante, la compañía se mantiene cautelosa respecto a los índices de empleo, factor muy relevante en la demanda inmobiliaria.

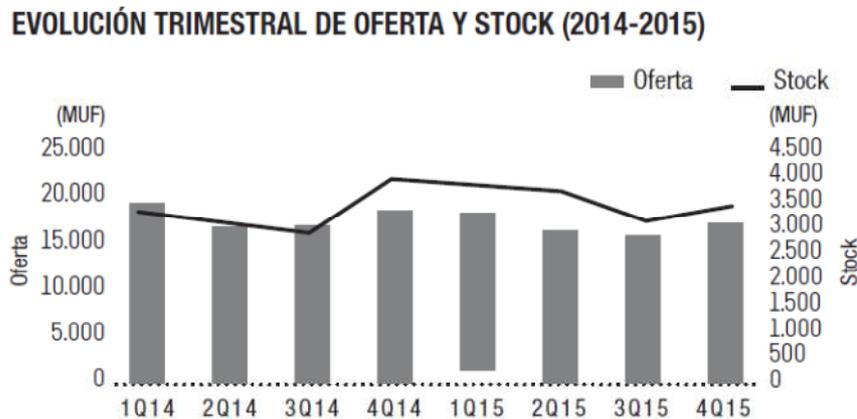


Figura 3.1 – Evolución Trimestral de Oferta y Stock de Socovesa (2014 – 2015).  
(Fuente: Socovesa S.A.).

Como resultado de lo anterior, al 31 de diciembre de 2015 Empresas Socovesa contaba con un saldo vendido para facturar de viviendas nuevas de MUF 9.739. De esta cifra, un 72% aproximadamente debiera escriturarse durante el año 2016, un 25% el año 2017 y el 3% restante el año 2018.

Tabla 3.8 – Proyección de Ventas Negocio Inmobiliario (reporte 2Q - 2016).

FACTURACIÓN 2016	SALDO VENDIDO POR FACTURAR AÑO 2016	FACTURACIÓN PRESUPUESTO 2016	% A LA FECHA
Socovesa	MUF 2.047	MUF 6.500	31%
Almagro	MUF 4.261	MUF 5.900	72%
Pilares	MUF 797	MUF 1.450	55%
SDC	MUF 471	MUF 500	94%
<b>TOTAL</b>	<b>MUF 7.576</b>	<b>MUF 14.350</b>	<b>53%</b>

(Fuente: Socovesa S.A.).

**Negocio Ingeniería y Construcción:** 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 que cuenta con ciclos de inversión independientes y que para ser rentables, requiere manejar altos volúmenes y eficiencia en la operación.

La Compañía estima que los márgenes operacionales para el segmento de obras civiles tanto públicas como privadas son muy estrechos. Es por esto que se ha decidido no tomar nuevos contratos en este segmento del mercado.

A continuación se detallan los registros de ingresos y sus tasas de crecimientos para el periodo estudiado.

Tabla 3.9 – Ingresos por Unidad de Negocio, periodo enero – junio, años 2012 - 2016 (MUF).

INGRESOS POR UNIDAD DE NEGOCIO (MUF)	2016*	2015	2014	2013	2012
Inmobiliaria	5.394	5.501	6.218	4.241	3.591
Ingeniería & Construcción	0,18	185	123	238	1.260
<b>TOTAL DE INGRESOS</b>	<b>5.394</b>	<b>5.686</b>	<b>6.342</b>	<b>4.479</b>	<b>4.851</b>

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

Tabla 3.10 – Tasa de crecimiento por Unidad de Negocio, periodo enero – junio, años 2012 – 2016.

TASA DE CRECIMIENTO POR UNIDAD DE NEGOCIO	2016*	2015	2014	2013	2012
Inmobiliaria	-1,95%	-11,53%	46,61%	18,11%	-7,85%
Ingeniería & Construcción	-99,90%	49,81%	-48,02%	-81,16%	-12,25%
<b>TASA DE CRECIMIENTO CONSOLIDADA</b>	<b>-5,14%</b>	<b>-10,33%</b>	<b>41,59%</b>	<b>-7,67%</b>	<b>-9,03%</b>

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

Tabla 3.11 – Ingresos por Unidad de Negocio, periodo enero – diciembre, años 2012 - 2016 (MUF).

INGRESOS POR UNIDAD DE NEGOCIO (MUF)	2016*	2015	2014	2013	2012
Inmobiliaria	14.350	13.996	15.808	12.775	12.317
Ingeniería & Construcción	1	189	221	780	2.175
<b>TOTAL DE INGRESOS</b>	<b>14.351</b>	<b>14.185</b>	<b>16.029</b>	<b>13.555</b>	<b>14.492</b>

\*Ingresos por Unidad de Negocio para el año 2016 corresponde a proyección de Socovesa al cierre del año 2015.

(Fuente: Socovesa S.A.).

Tabla 3.12 – Tasa de crecimiento por Unidad de Negocio, periodo enero – diciembre, años 2012 – 2016.

TASA DE CRECIMIENTO POR UNIDAD DE NEGOCIO	2016*	2015	2014	2013	2012
Inmobiliaria	2,53%	-11,46%	23,74%	3,72%	12,34%
Ingeniería & Construcción	-99,47%	-14,58%	-71,70%	-64,13%	-36,63%
<b>TASA DE CRECIMIENTO CONSOLIDADA</b>	<b>1,17%</b>	<b>-11,50%</b>	<b>18,25%</b>	<b>-6,46%</b>	<b>0,67%</b>

\*Tasa de crecimiento por Unidad de Negocio para el año 2016 corresponde a proyección de Socovesa al cierre del año 2015.

(Fuente: Socovesa S.A.).

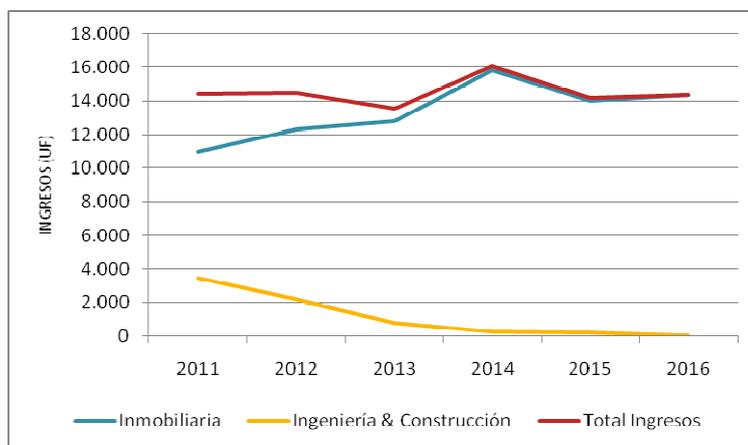


Figura 3.2 – Gráfico de evolución de Ingresos por Unidad de Negocio (MUF) (2012 – 2016).

(Fuente: Socovesa S.A.).

Si bien Socovesa S.A. a partir de sus resultados proyecta un crecimiento positivo para el año 2016 en relación al mismo periodo del año anterior, no se considerará tal supuesto para las siguientes proyecciones, esto en vista de los resultados de la economía nacional y al efecto de la aplicación del impuesto de IVA para la compra inmobiliaria. En concreto, para el año 2016 se contempla proyectar una tasa negativa de Ingresos del -5%, correspondiente a MUF 13.296 para la

Unidad de Negocios Inmobiliaria, y una tasa del -99,91% para la Unidad de Negocios de Construcción. (Ver ítem 5.1 del presente informe para más detalles).

### 3.4.2. Análisis de Crecimiento de la Industria

Para comprender la evolución de la Industria de la Construcción a la cual pertenece Socovesa S.A., es preciso analizar los resultados del PIB del Sector de Construcción que informa el Banco Central periódicamente, PIB reconocido como un buen indicador disponible al respecto ya que agrupa a toda la industria y no sólo la construcción de vivienda como otros indicadores; de esta forma, en la Tabla 3.13 se detallan los resultados anuales y semestrales junto con sus tasas de crecimiento para los años 2012 a junio de 2016, resultados de los cuales se extraen observaciones permiten comprender el dinamismo de tal sector y proyectar escenarios.

Tabla 3.13 – Indicadores de la Industria de la Construcción.

CRECIMIENTO INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN	2016*	2015	2014	2013	2012	2011
PIB Construcción Anual (MM\$)		8.287.527	8.104.855	7.897.024	7.605.364	7.094.649
PIB Construcción Primer Semestre (MM\$)	4.207.467	4.184.199	4.115.885	3.960.337	3.755.278	3.511.504
<b>Crecimiento Anual</b>		2,3%	2,6%	3,8%	7,2%	
<b>Crecimiento Primer Semestre</b>	0,6%	1,7%	3,9%	5,5%	6,9%	

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Banco Central de Chile).

Según la Encuesta de Expectativas Sectoriales de corto plazo de los empresarios de la CChC (MACH 44, junio 2016) registraron un importante ajuste a la baja en lo más reciente, experimentado niveles de pesimismo comparables al último trimestre de 2008. El índice alcanzó 37 puntos, 10 unidades menos que lo registrado el segundo trimestre del año anterior, y acumulando una caída de 23 puntos desde el primer trimestre de 2015. Por otro lado, las expectativas de mediano plazo registraron una leve mejoría de 3 puntos respecto al segundo trimestre, alcanzando los 37 puntos, y acumulando 20 puntos menos desde el primer trimestre de 2015.

El retroceso del indicador de corto plazo se debió a importantes caídas respecto al trimestre anterior en los rubros Inmobiliario, Contratistas Generales y Concesiones y Obras Públicas, mientras que Suministros y Vivienda Pública experimentaron leves repuntes. Respecto de las disminuciones, estas fueron conducidas en mayor medida por el deterioro de la demanda y los efectos negativos de la Reforma tributaria, junto con un acceso al crédito más restrictivo. Por otro lado, el repunte de las expectativas mencionado responde exclusivamente al importante aumento del número de proyectos vinculados al mercado de vivienda con subsidio.

### 3.4.3. Perspectivas de Crecimiento de la Industria

Según la Gerencia de Estudios de la CChC, para el año 2016 la inversión en construcción estará prácticamente estancada en la región por los factores tales como: menor actividad de la economía; incertidumbre por reformas estructurales; problemas de provisión de suelo urbano, exacerbada por falta de factibilización técnica y por congelamientos indiscriminados; encarecimiento de la construcción por temas regulatorios y alza del dólar; y crecientes restricciones bancarias para créditos hipotecarios y financiamiento de proyectos.

Esta apreciación se reafirmada por la encuesta de expectativas que incluyó el informe MACH de la Cámara Chilena de la Construcción CChC de junio 2016, que destaca la preocupación de los empresarios por los temas Desaceleración de la Inversión, Reforma Laboral, Reforma Tributaria y Acceso al Crédito.

Adicionalmente, el Banco Mundial como organismo internacional rebajó las proyecciones para el crecimiento del PIB nacional de este año desde el 1,9% (estimado en junio) hasta el 1,6% (estimado en septiembre 2016). Esta cifra es más baja que la estimada por el Gobierno (1,75%) y el Fondo Monetario Internacional (1,6%), y está en el rango que espera el Banco Central (1,5% - 2%). Sin embargo, para el año 2017 se elevó marginalmente la proyección desde 2,1% a 2,2%.

Bajo tal escenario, se proyecta un PIB para el sector económico de la Construcción de un -0,1% para el año 2016, y un -1% para el año 2017, tal como se detalla en la siguiente tabla.

Tabla 3.14 – Evolución y Proyección PIB Construcción.

	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011
<b>PIB Construcción</b>	-1,0%	-0,1%	2,3%	2,6%	3,8%	7,2%	6,8%

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Banco Central de Chile).

Aunque, las obras de edificación habitacional continuarán en proceso, debido a la gran cantidad de proyectos en blanco y en verde vendidos en 2015, se espera una disminución de la actividad inmobiliaria respecto de lo observado durante el año 2015, pues fue un periodo excepcional donde hubo mayor dinámica operacional ante la entrada en vigencia de IVA a la vivienda inserta en la Reforma Tributaria 2017.

En general, las condiciones macroeconómicas continúan desfavorables para la construcción, toda vez que la actividad sectorial es transversal al desempeño del resto de la economía. En efecto, la inversión en construcción mantendrá un crecimiento promedio prácticamente nulo (con un rango de -1,9% a 2,1% anual) y con un balance de riesgo sesgado a la baja durante 2016, donde la significativa inversión del rubro inmobiliario de 2015 y su extensión a las obras en construcción de

2016 continuará siendo contrarrestada por la caída de la inversión en infraestructura, que explica cerca de dos tercios de la inversión total en construcción.

### 3.5. Análisis de Costos de Operación

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.

En la Tabla 3.15, 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 2011 a Junio de 2016.

Tabla 3.15 – Costos de Operación de Socovesa (2012-2016).

COSTOS DE OPERACIÓN SOCOVESA S.A. (MUF)	2016*	2015	2014	2013	2012
Costos de Ventas	3.788	10.046	11.858	10.494	11.686
Gastos de Administración	796	1.795	1.734	1.580	1.500
Costos de Comercialización	128	271	238	176	117
Depreciación	10	29	24	23	26
Amortización de Intangibles	6	27	6	6	14
Gastos Generales de Distribución	0	0	0	0	0
<b>Costos de Operación</b>	<b>4.584</b>	<b>11.841</b>	<b>13.592</b>	<b>12.074</b>	<b>13.187</b>

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

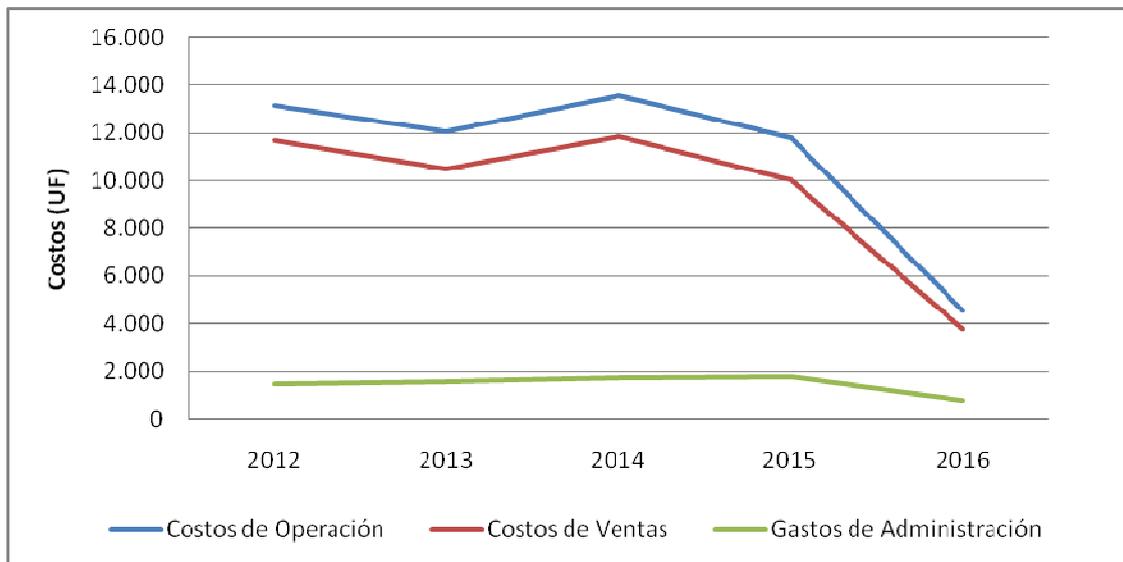


Figura 3.3 – Gráfico evolución Costos de Operación de Socovesa (2012-2016).  
(Fuente: Socovesa S.A.)

### 3.6. Análisis de Cuentas No Operacionales

Aquellas 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 2012 a junio de 2016, son las que se detallan en la siguiente Tabla 3.16.

Tabla 3.16 – Cuentas No Operacionales Socovesa (2012-2016).

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

(Fuente: Socovesa S.A.)

### 3.7. Análisis de Activos

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 que se produzca durante el ejercicio.

Entre las partidas que pueden considerarse formando parte del Activo Operacional destacan:

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

Como parte de los Activos No Operacionales, 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.

$$\text{Activo Total} = \text{Activos No Operacionales} + \text{Activos Operacionales}$$

#### 3.7.1. Activos Operacionales

Tabla 3.17 – Activos Operacionales de Socovesa (2012-2016).

ACTIVOS OPERACIONALES	2016*	2015	2014	2013	2012
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	705,1	858,2	661,6	416,1	581,5
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corriente	2.913,7	4.751,9	5.087,9	5.973,8	6.951,8
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	355,1	352,3	356,9	245,2	32,3
Inventarios	12.696,7	11.422,2	11.138,7	13.785,6	15.629,9
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	652,4	676,6	725,6	817,8	877,3
Propiedades de Inversión	5.705,0	6.145,5	5.725,1	5.203,7	5.642,4

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.)

### 3.7.2. Activos No Operacionales

Tabla 3.18 – Activos No Operacionales de Socovesa (2012-2016) (MUF).

ACTIVOS NO OPERACIONALES	2016*	2015	2014	2013	2012
Otros Activos Financieros, Corriente	30,5	40,8	499,1	65,8	6,1
Otros Activos No Financieros, Corriente	33,1	28,8	34,1	46,8	42,7
Activos por Impuestos, Corrientes	530,3	527,1	435,1	439,4	734,5
Activos Financieros Disponibles para la Venta, No Corrientes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Activos Financieros, No Corriente	118,8	131,6	127,0	143,6	152,2
Derechos por Cobrar, No Corrientes	397,7	417,4	960,2	213,8	39,0
Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación	131,3	101,7	108,6	133,5	116,6
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	2.145,3	2.153,1	2.178,8	2.152,5	2.115,6
Plusvalía	495,2	503,4	523,8	553,4	564,8
Activos por Impuestos Diferidos	1.411,2	1.347,5	1.091,3	601,3	670,2

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.)

A continuación se describen cada uno de los ítems que componen los activos No Operacionales de Socovesa S.A.:

- a. Otros Activos Financieros, Corriente:** Fondos Mutuos e instrumentos derivados con vencimiento inferior a 12 meses.

Tabla 3.19 – Otros Activos Financieros, Corriente, de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS, CORRIENTE	30 de junio 2016	
	Activos Financieros a Valor Razonable con Cambios en Resultados (MUF)	Activos Financieros mantenidos hasta su vencimiento
Instrumentos Financieros		
Pagarés	29,8	0
Depósito a Plazo	0,7	0
Otros Instrumentos	0	0
<b>Subtotal</b>	<b>30,5</b>	<b>0</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

- b. Otros Activos No Financieros, Corriente:** El detalle de los otros activos no financieros corrientes al 30 de junio de 2016 es el siguiente:

Tabla 3.20 – Otros Activos No Financieros, Corriente, de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

OTROS ACTIVOS NO FINANCIEROS, CORRIENTE	30 de junio de 2016		
	Ítem	Desarrollo Inmobiliario (MUF)	Ingeniería y Construcción (MUF)
Pagos por amortizar	13,6	0,0	13,6
Seguros pagados por anticipado	12,2	0,0	12,2
Valores en garantía	7,3	0,0	7,3
<b>Subtotal</b>	<b>33,1</b>	<b>0,0</b>	<b>33,1</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

**c. Activos por Impuestos, Corrientes:** La composición de los activos por impuestos corrientes al 30 de junio de 2016 es la siguiente:

Tabla 3.21 – Activos por Impuestos, Corrientes, de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

ACTIVOS POR IMPUESTOS, CORRIENTES	30 de junio de 2016
Ítem	(MUF)
<b>Impuestos por recuperar rentas años anteriores</b>	<b>132,5</b>
<b>Impuestos por recuperar rentas año actual (Corriente)</b>	<b>865,0</b>
Pagos provisionales mensuales	197,8
Crédito por gastos de capacitación	1,8
Crédito por donaciones	0,2
Crédito de activo fijo	0,0
Crédito por contribuciones bienes raíces	1,2
Otros impuestos por aplicar (a la renta)	18,0
Beneficio Ley Austral N° 19.606	299,5
IVA crédito fiscal y Crédito impuesto específico petróleo	300,1
Crédito especial constructoras por aplicar	46,4
<b>Impuestos corrientes aplicados contra impuesto a la renta</b>	<b>-174,0</b>
<b>Impuestos por recuperar rentas año actual (No Corriente)</b>	<b>-293,2</b>
<b>Activos por Impuestos Corrientes, Neto</b>	<b>530,3</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

**d. 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.

Al 30 de junio de 2016, el Grupo de Empresas Socovesa actualmente no posee este tipo de activos financieros.

- e. Otros Activos Financieros, No Corriente:** Fondos Mutuos o Instrumentos Derivados con vencimiento superior a 12 meses.
- f. 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.

Tabla 3.22 – Derechos por Cobrar, No Corrientes, de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

DERECHOS POR COBRAR, NO CORRIENTES	30 de junio de 2016
Ítem	(MUF)
Cientes Contratos suma alzada con terceros	231,4
Derechos compra terreno	63,0
Cientes por venta de terreno	52,1
Cientes por venta de colegio	51,2
<b>Subtotal</b>	<b>397,7</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

- g. Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación:** La composición de este ítem al 30 de junio de 2016 es la siguiente:

Tabla 3.23 – Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

INVERSIONES ASOCIADAS	30 de junio de 2016										
	Ítem	País de origen	Moneda Funcional	Porcentaje de participación	Porcentaje poder de votos	Saldo al 01.01.2016 (MUF)	Participación en Ganancia (Pérdida) (MUF)	Otros Incrementos o (Decrementos) (MUF)	Diferencia de Conversión (MUF)	Provisión déficit asociadas (MUF)	Saldo al 30.06.2016 (MUF)
	Inmobiliaria Casas de Hacienda Ltda.	Chile	Pesos	50,00%	50,00%	0	0	0	0	0	0
	Inversiones Los Andes S.A.	Argentina	Dólar	18,74%	18,74%	99,9	0,7	0	-6,9	0	93,7
	Inversiones Santa Sofía S.A.	Chile	Pesos	50,00%	50,00%	-16,2	-3,4	0	0	-19,6	0
	Constructora e Inmobiliaria Alonso de Córdova S.A.	Chile	Pesos	50,00%	50,00%	-12,1	55,7	-6,0	0	0	37,5
	<b>Subtotal</b>					<b>71,7</b>	<b>52,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,9</b>	<b>-19,6</b>	<b>131,3</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

Tabla 3.24 – Información financiera resumida de asociadas, totalizadas, de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

INVERSIONES ASOCIADAS	30 de junio de 2016								
	Ítem	Porcentaje de participación	Activos Corrientes (MUF)	Activos No Corrientes (MUF)	Pasivos Corrientes (MUF)	Pasivos No Corrientes (MUF)	Ingresos Ordinarios (MUF)	Gastos Ordinarios (MUF)	Ganancia (Pérdida) Neta (MUF)
	Inmobiliaria Casas de Hacienda Ltda.	50,00%	0	0	0	0	0	0	0
	Inversiones Los Andes S.A.	18,74%	132,5	569,1	44,6	156,9	204,9	-201,3	3,6
	Inversiones Santa Sofía S.A.	50,00%	1,4	359,1	404,1	0,01	0,6	-11,8	0
	Constructora e Inmobiliaria Alonso de Córdova S.A.	50,00%	792,2	1,3	733,0	0	1.022,5	-911,2	111,3
	<b>Subtotal</b>		<b>926,0</b>	<b>929,5</b>	<b>1.181,7</b>	<b>156,9</b>	<b>1.228,0</b>	<b>-1.124,2</b>	<b>115,0</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

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

Tabla 3.25 – Plusvalía de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

PLUSVALÍA RUT	30 de junio de 2016	
	SOCIEDAD	(MUF)
88.452.300-1	Almagro S.A.	495,2
<b>Subtotal</b>		<b>495,2</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

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

Tabla 3.26 – Activos por Impuestos Diferidos de Socovesa (al 30 de junio de 2016).

ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	30 de junio de 2016
Ítem	(MUF)
Activos por impuestos diferido relativos a obligaciones por leasing	0,01
Activos por impuestos diferido relativos a acumulaciones (o devengos)	0
Activos por impuestos diferido relativos a provisiones	105,9
Activos por impuestos diferido relativos a provisiones incobrables	45,3
Activos por impuestos diferido relativos a provisión vacaciones	12,2
Activos por impuestos diferido relativos a provisión pérdida filial	2,5
Activos por impuestos diferido relativo a existencias	44,8
Activos por impuestos diferido relativo a eliminación de CM existencias	473,9
Activos por impuestos diferido relativos a pérdidas fiscales	870,7
Activos por impuestos diferido relativos a créditos fiscales	0,1
Activos por impuestos diferido relativos a otros	31,8
<b>Subtotal Activo por impuestos diferidos antes de compensación</b>	<b>1.587,2</b>
Compensación impuestos diferidos	-175,9
<b>Subtotal</b>	<b>1.411,2</b>

(Fuente: Socovesa S.A.)

## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

En el presente capítulo se determinará el costo de capital de la empresa, el cual 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.

Como supuestos para la estimación de la tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se consideró lo siguiente:

- Una tasa libre de riesgo de 1,92%% (BTU-30 al 3 de Junio de 2016)
- Un premio por riesgo de mercado de 8,17%. (Fuente: Premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran a Junio de 2016).
- Una tasa de Impuesto a las corporaciones acorde con un aumento progresivo de las tasas de Impuesto de Primera Categoría, desde un 21% el año 2014 hasta el 27 % el año 2018, según el artículo 14 letra A de la Ley de Impuesto a la Renta.

### 4.1. 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 asociado, correspondiente e a un crédito de CorpBanca en UF, tasa 3,75% anual, M\$ 22.840.750.

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 2012 – 2016 (junio) y se obtuvo un costo promedio de 3,73%.

Tabla 4.1 – Costo de la Deuda ( $K_b$ ) de Socovesa (2012-2016).

TASA DEUDA FINANCIERA	2016*	2015	2014	2013	2012
Gastos Financieros (MUF)	276	697	866	818	716
Deuda Total (MUF)	15.199	15.911	18.586	20.960	18.434
Costo Deuda ( $K_b$ )	1,8%	4,4%	4,7%	3,9%	3,9%
<b>Costo Deuda (Promedio)</b>	<b>3,73%</b>				

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.)

Ya que se aprecia coherencia entre ambas tasas, se determinó utilizar la tasa del crédito de mayor monto que ha adquirido la empresa en el año 2016, por lo tanto:

$$K_b = 3,75\%$$

## 4.2. Estimación Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )

La estimación de Beta de la Deuda se obtuvo utilizando el método CAPM y como input, se utilizó la tasa de costo de la deuda y el premio por riesgo de mercado:

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

$$3,75\% = 1,92\% + 8,17\% * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,224$$

## 4.3. 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 ( $\beta_p^{C/D}$ ) representa la medida de volatilidad de la acción de Socovesa, calculada anualmente. Utilizando dos años de retornos semanales desde el 1 de julio de 2010 al 30 de junio de 2016, se estimó el beta de la acción para los años 2012 al 2016 a partir de la regresión lineal de los retornos de la empresa versus el retorno de mercado, utilizando para ello el modelo de mercado ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ ), obteniendo los siguientes resultados.

Tabla 4.2 – Beta de la Acción ( $\beta_p^{C/D}$ ) de Socovesa (2010-2016).

	2016*	2015	2014	2013	2012
Beta de la Acción	0,809	0,984	1,184	2,232	2,183
p-value	2,521E-03	3,495E-03	2,019E-03	1,081E+00	3,065E-06
Significancia					
Presencia Bursátil (%)	33,44%	39,44%	44,44%	90,56%	94,44%
Precio Promedio de la Acción (UF) (al 30 junio)	0,00498	0,00509	0,00721	0,00948	0,01183

\*al 30 junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.)

Se aprecia que para todos los años, la regresión lineal de los retornos otorga betas de la acción estadísticamente significativos. 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. En contraste, a partir del año 2014 se aprecia una disminución del beta de la acción, con una presencia bursátil inferior al 50%. Si bien 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. La disminución registrada a

partir del año 2014 se explicaría por reformas tributarias asociadas al sector inmobiliario y construcción.

En conclusión, utilizando los datos de los años 2010 al 2016 como información representativa de la empresa, se considera el beta patrimonial con deuda para el año 2016, está dado por:

$$\beta_p^{C/D}{}_{2016} = 0,809$$

Basado en los precios diarios de las acciones de Socovesa desde el año 2010, 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:

	2016*	2015	2014	2013	2012
Beta de la Acción	0,809	0,984	1,184	2,232	2,183

\*al 30 junio de 2016.

#### 4.4. Desapalancamiento del Beta Patrimonial, sin deuda ( $\beta_p^{S/D}$ )

Para obtener el beta patrimonial de la empresa apalancado a la estructura de capital objetivo se realizó la siguiente operación, por lo que es requerido desapalancar el beta patrimonial con la estructura de deuda a Junio de 2016:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left( 1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P_{2016}} \right) - (1 - t_c) * \beta_d * \frac{B}{P_{2016}}$$

$$0,809 = \beta_p^{S/D} (1 + (1 - 0,2175) * 1,381) - ((1 - 0,2175) * 0,224 * 1,381)$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,505$$

Supuestos utilizados:

- Tasa libre de riesgo de 1,92% (BTU-30 al 30 de junio de 2016).
- Premio por riesgo de mercado de 8,17% (a junio de 2016).
- Tasa de impuesto a las corporaciones es un 21,75% (a junio de 2016).
- $\frac{B}{P_{2016}}$  tasa promedio de los resultados de los años 2015 - 2016 (Tabla 3.7).

#### 4.5. 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:

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,505 * (1 + (1 - 0,27) * 1,21) - (1 - 0,27) * 0,224 * 1,21$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,754$$

Supuestos utilizados:

- Tasa de impuesto a las corporaciones es un 27%.

#### 4.6. Costo Patrimonial ( $K_p$ )

El método utilizado para estimar el costo de los fondos de la empresa es el CAPM, el cual considera:

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

Donde:

$K_p$  = 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.

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

En base a lo anterior, la tasa de costo patrimonial está dado por:

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

$$K_p = 1,92\% + 8,17\% * 0,754$$

$$K_p = 8,08\% = 0,0808$$

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

$$\rho = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{S/D}$$

$$\rho = 1,92\% + 8,17\% * 0,505$$

$$\rho = 6,05\% = 0,0605$$

#### 4.7. Costo de Capital ( $K_0$ )

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital para la empresa Socovesa:

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

$$K_0 = 8,08\% * 0,45 + 3,75\% * (1 - 0,27) * 0,55$$

$$K_0 = 5,13\% = 0,0513$$

## 5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS DE LA EMPRESA

En el presente capítulo se desarrollará una proyección de los Estados de Resultados para la empresa Socovesa S.A. en el ciclo 2016-2020, utilizando para ello los planteamientos del Análisis de Crecimiento tanto de la empresa en estudio como de la Industria de la Construcción.

### 5.1. Proyección de Ingresos de Operación

La proyección de los Ingresos de Operación de la empresa Socovesa S.A. para los años 2016 y 2020 se realizó en base a las perspectivas de crecimiento dadas a conocer por Socovesa S.A. y por la Industria de la Construcción a través de los estudios analizados en el ítem 3.4 del presente informe.

Ya que Socovesa S.A. al 30 de junio de 2016 posee dos unidades de negocios, a continuación se especifican los supuestos utilizados para la proyección de tales ingresos:

- Los Ingresos de Operación del rubro **Inmobiliario** se proyectan a partir del año 2016 considerando lo siguiente:
  - Si bien para el año 2016 la tasa de crecimiento estimada por Socovesa al cierre del año 2015, corresponde a un 1.17%, se estima que una buena aproximación es la realizada a partir de los resultados evidenciados en ciclos económicos de baja confianza registrados en años anteriores, por lo que se considerará proyectar un desarrollo negativo para el año 2016 del orden del -5% en relación al Ingreso Inmobiliario evidenciado el año 2015.
  - Para los años 2017 – 2020 se considera que la tasa que se ajusta al sentimiento compartido del actual escenario del mercado inmobiliario, evidenciado en el informe MACH 44, esta es, la tasa del PIB de la Industria de la Construcción proyectado en un 1% en su escenario positivo.
- En cuanto a la unidad de negocio de **Ingeniería y Construcción**, se considera proyectar para el año 2016 lo registrado al 30 de junio, pero no proyectar ingresos en tal unidad de negocio para los años 2017-2020 ya que Socovesa S.A ha anunciado que dado la actual condición de mercado y desarrollo, este es un negocio que cuenta con ciclos de inversión independientes y que para ser rentables, requiere manejar altos volúmenes y eficiencia en la operación, así se estimó que los márgenes operacionales para el segmento de obras civiles tanto públicas como privadas son muy estrechos, por tal motivo, se ha decidido no tomar nuevos contratos en este segmento del mercado.

Tabla 5.1 – Proyección de Tasa de Crecimiento por Unidad de Negocio de Socovesa, años 2016 – 2020.

TASA DE CRECIMIENTO POR UNIDAD DE NEGOCIO	2016	2017	2018	2019	2020
<b>TASA DE CRECIMIENTO SOCOVESA</b>	<b>-6,26%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
Inmobiliaria	-5%				
Ingeniería & Construcción	-99,91%	0%	0%	0%	0%
<b>TASA DE CRECIMIENTO INDUSTRIA</b>	<b>-0,10%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>

Tabla 5.2 – Proyección de Ingresos por Unidad de Negocio, años 2016 - 2020 (MUF).

INGRESOS POR UNIDAD DE NEGOCIO (MUF)	2016*	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
Inmobiliaria	13.296	7.902	13.429	13.564	13.699	13.836
Ingeniería & Construcción	0,2	0,0	0	0	0	0
<b>TOTAL DE INGRESOS</b>	<b>13.297</b>	<b>7.902</b>	<b>13.429</b>	<b>13.564</b>	<b>13.699</b>	<b>13.836</b>

\*Proyección de Ingresos Socovesa para el año 2016.

## 5.2. Proyección de Costos de Operación

### 5.2.1. Proyección de Costos de Ventas

La estimación de los Costos de Ventas se relaciona con la proyección de Ingresos del sector inmobiliario que es el ámbito que genera mayor variación en los costos variables.

Tabla 5.3 – Proyección de Costos de Ventas de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).

	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
<b>Costos de Ventas (MUF)</b>	<b>-5.628</b>	<b>-9.511</b>	<b>-9.606</b>	<b>-9.702</b>	<b>-9.799</b>

### 5.2.2. Proyección de Gastos de Administración y Ventas

La proyección del ítem de Gastos de Administración y Ventas se realizó en base a una regresión lineal de los GAV entre los años 2009 y 2015 (para sí obtener un R<sup>2</sup> cercano a 1), registrándose el siguiente resultado detallado en la Tabla 5.4.

Tabla 5.4 – Proyección de GAV de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).

	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
<b>Gastos de Administración y Ventas (MUF)</b>	<b>-554</b>	<b>-1.361</b>	<b>-1.371</b>	<b>-1.382</b>	<b>-1.393</b>

### 5.3. Proyección Resultado No Operacional

Se identifican flujos recurrentes y no recurrentes para la proyección 2016 - 2020 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:

Tabla 5.5 – Proyección de Resultado No Operacional de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).

ÍTEM	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020	
Otros Ingresos, por función	52	165	165	165	165	Sup. 1
Otros Gastos, por función	-158	-183	-183	-183	-183	Sup. 2
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	Sup. 3
Ingresos Financieros	20	45	45	45	45	Sup. 4
Costos Financieros	-498	-774	-774	-774	-774	Sup. 5
Participación en las Ganancias (Pérdidas) asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-60	-7	-7	-7	-7	Sup. 6
Diferencias de Cambio	-1	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	Sup. 7
Resultados por Unidades de Reajuste	27	46	46	46	46	Sup. 8

La proyección del Resultados No Operacional fue construida en base a los siguientes supuestos:

- **Sup. 1:** Para los años 2016-2020 se proyecta el promedio de lo evidenciado en el periodo 2012-2015.
- **Sup. 2:** Flujo recurrente, para los años 2016-2020 se proyecta el promedio de lo evidenciado en el periodo 2012-2015.

- **Sup. 3:** Ya que desde el año 2010 no se registra movimiento, se proyecta 0 para el periodo 2016-2020.
- **Sup. 4:** Flujo recurrente, por lo que se proyecta para el periodo 2016-2020 el valor promedio de los registros evidenciados en los años 2012-2015.
- **Sup. 5:** Flujo recurrente, por lo que se proyecta para el periodo 2016-2020 el valor promedio de los registros evidenciados en los años 2012-2015.
- **Sup. 6:** Flujo recurrente, por lo que se proyecta para el periodo 2016-2020 el valor promedio de los registros evidenciados en los años 2012-2015.
- **Sup. 7:** Flujo no recurrente, se proyecta para el periodo 2016-2020 el valor promedio de los registros evidenciados en los años 2012-2015.
- **Sup. 8:** Flujo no recurrente, se proyecta para el periodo 2016-2020 el valor promedio de los registros evidenciados en los años 2012-2015.

#### 5.4. Ganancia Antes de Impuestos

Se calculan en base al diferencial de Ingresos y Costos de Operación menos el Resultado No Operacional, obteniendo los resultados detallados en la siguiente Tabla 5.6.

Tabla 5.6 – Proyección de Ganancia Antes de Impuestos de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).

	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
<b>Ganancia (Pérdida) Antes de Impuestos (MUF)</b>	<b>1.102</b>	<b>1.850</b>	<b>1.879</b>	<b>1.908</b>	<b>1.937</b>

#### 5.5. Pago de Impuestos

De acuerdo a la Normativa Chilena Vigente, se considera un aumento progresivo de la tasa de impuesto a las ganancias según lo descrito en la Tabla 5.7.

Tabla 5.7 – Proyección de Impuestos de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).

	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
<b>Tasa Impuesto a las ganancias</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>
<b>(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias (MUF)</b>	<b>-264</b>	<b>-462</b>	<b>-507</b>	<b>-515</b>	<b>-523</b>

## 5.6. Ganancia o Pérdida Después de Impuestos

Tabla 5.8 – Proyección de Ganancia Después de Impuestos de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).

	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
<b>Ganancia (Pérdida ) Después de Impuestos (MUF)</b>	<b>837</b>	<b>1.387</b>	<b>1.371</b>	<b>1.393</b>	<b>1.414</b>

## 5.7. Estado de Resultados proyectado

Tabla 5.9 – Proyección de Estados de Resultados por Función de Socovesa (MUF) (2016 – 2020).

ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADO (MUF) SOCOVESA S.A.	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de Actividades Ordinarias	7.902	13.429	13.564	13.699	13.836
Costo de Ventas	-5.628	-9.511	-9.606	-9.702	-9.799
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>2.274</b>	<b>3.919</b>	<b>3.958</b>	<b>3.997</b>	<b>4.037</b>
Otros Ingresos, por función	52	165	165	165	165
Gastos de Administración	-554	-1.361	-1.371	-1.382	-1.393
Otros Gastos, por función	-158	-183	-183	-183	-183
Ingresos Financieros	20	45	45	45	45
Costos Financieros	-498	-774	-774	-774	-774
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-60	-7	-7	-7	-7
Diferencias de cambio	-1	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04
Resultados por Unidades de Reajuste	27	46	46	46	46
<b>Ganancia (Pérdida), Antes de Impuestos</b>	<b>1.102</b>	<b>1.850</b>	<b>1.879</b>	<b>1.908</b>	<b>1.937</b>
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	-264	-462	-507	-515	-523
<b>Ganancia (Pérdida) procedentes de Operaciones Continuas</b>	<b>837</b>	<b>1.387</b>	<b>1.371</b>	<b>1.393</b>	<b>1.414</b>
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>837</b>	<b>1.387</b>	<b>1.371</b>	<b>1.393</b>	<b>1.414</b>

## 6. PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA

En el presente capítulo se desarrollará una proyección de flujo de caja libre para la empresa Socovesa S.A a partir de los antecedentes presentados en ítems previos.

### 6.1. Supuestos Utilizados

- a) **Ganancia después de impuestos:** Se calculó la proyección del Estado de Resultados en base a las tasas de proyección de la Industria de la Construcción. Los Costos fueron estimados proporcionales al crecimiento y los Gastos de Administración se proyectaron en base a una función lineal de los mismos y los Costos, dado que su comportamiento de crecimiento no se alineaba con la evolución de las ventas ( $R^2$  cercano a cero).
- b) **Amortización:** Se estimó en base a lo registrado al cierre del año 2015 y lo registrado al 30 de junio de 2016.
- c) **Depreciación:** Se estimó en base a lo registrado al cierre del año 2015 y lo registrado al 30 de junio de 2016.
- d) **Costos e ingresos financieros:** Proyectados como flujos constantes de acuerdo al valor promedio de los registros evidenciados en los años 2012-2015.
- e) **Deuda Proyectada:** Se considera el pago sólo de la deuda a largo plazo. 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.
- f) **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.
- g) **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.
- h) **Tasa de costo de capital:** Se utiliza una tasa  $K_o$  de 5,13% para valorización del flujo de caja descontado. Esta misma tasa es la utilizada para estimar el valor terminal de los flujos proyectados a futuro.

## 6.2. Estimación de la Inversión de Reposición

En la Tabla 6.1 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 al 30 de junio de 2016 es de M\$ 4.248.821.

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.

Tabla 6.1 – Depreciación Acumulada de Principales Activos, Socovesa.

CLASES DE PROPIEDADES, PLANTAS Y EQUIPOS, NETO	30.06.2016 M\$	31.12.2015 M\$	VALOR NETO/VALOR BRUTO	
Terrenos	891.766	1.040.583	100%	100%
Edificaciones	11.841.736	12.070.529	79%	80%
Maquinarias y Equipo*	3.142.725	2.696.005	36%	33%
Activos en Leasing	6.042	310.730	44%	47%
Herramientas y Equipos livianos*	308.666	352.291	23%	26%
Muebles de Oficina*	278.671	289.637	22%	23%
Maquinaria de Oficina*	518.759	570.573	18%	20%
Otras Propiedades, Plantas y Equipos	9.075	9.307	36%	37%
<b>Total</b>	<b>16.997.440</b>	<b>17.339.655</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>
<b>Depreciación acumulada de activos depreciados (suma de activos con asterisco)</b>	<b>4.248.821</b>	<b>3.908.506</b>		

(Fuente: Socovesa S.A.).

Según los Informes Financieros de Socovesa S.A., la vida útil de estos activos depreciados fluctúa (en sus valores máximos) entre 8 y 20 años, siendo las herramientas y equipos livianos los de más rápida obsolescencia según se detalla en la siguiente Tabla 6.2.

Tabla 6.2 – Vida útil de los Principales Activos, Socovesa.

ACTIVOS	VIDA ÚTIL O TASA DE DEPRECIACIÓN (AÑOS)	
	Mínima	Máxima
Edificaciones	15	60
Maquinarias y Equipos	2	20
Activos en Leasing	5	20
Herramientas y Equipos livianos	3	8
Muebles de Oficina	3	10
Maquinaria de Oficina	3	10
Otros	3	10

(Fuente: Socovesa S.A.).

Adicionalmente, en el Estado de Resultados de Socovesa S.A. al 31 de diciembre de 2015 se observa que la depreciación anual informada corresponde a M\$ 744.337.

Integrando estos dos factores, se tomará el supuesto que la inversión en reposición corresponderá, para un período proyectado a 5 años, al 57% de la depreciación anual ya que se considera necesario renovar los 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\$ 424.272 anuales

**Inversión en reposición** = MUF 16,6 anuales (valor UF al 30 de junio de 2016).

### **6.3. Estimación de Nuevas Inversiones**

En esta sección, se presenta una proyección de las nuevas inversiones en activo fijo en base al CAPEX de la empresa.

Según lo especificado por Socovesa S.A. en sus Reportes Financieros, las nuevas inversiones en Costo de Capital están asociadas al ítem de 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.

La gestión de Socovesa señala que 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.

### **6.4. 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 devenguen intereses, tal como se detalla en la siguiente Tabla 6.3.

Tabla 6.3 – Capital de Trabajo, Socovesa. (MUF)

CAPITAL DE TRABAJO, SOCOVESA S.A. (MUF)	2016*	2015	2014	2013	2012
<b>Activos Corrientes</b>	<b>17.265</b>	<b>17.981</b>	<b>18.217</b>	<b>20.978</b>	<b>23.979</b>
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	705	858	662	416	581
Otros Activos Financieros, Corriente	31	41	499	66	6
Otros Activos No Financieros, Corriente	33	29	34	47	43
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto Corriente	2.914	4.752	5.088	5.974	6.952
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	355	352	357	245	32
Inventarios, Corrientes	12.697	11.422	11.139	13.786	15.630
Activos biológicos, corrientes	-	-	4	6	-
Activos por Impuestos, Corrientes	530	527	435	439	735
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>19.897</b>	<b>19.825</b>	<b>22.588</b>	<b>25.484</b>	<b>22.344</b>
Otros Pasivos Financieros, Corrientes	15.040	14.491	17.612	20.929	17.385
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corrientes	4.382	4.732	4.088	3.859	3.860
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	390	456	575	576	825
Otras Provisiones, Corrientes	64	71	81	63	111
Pasivos por Impuestos Corrientes	19	75	232	55	103
Otros Pasivos No Financieros, Corrientes	0	0	1	2	60
<b>Capital de trabajo Neto</b>	<b>-2.632</b>	<b>-1.844</b>	<b>-4.370</b>	<b>-4.505</b>	<b>1.635</b>
<b>Capital de trabajo operativo Neto CTON</b>	<b>11.226</b>	<b>11.366</b>	<b>11.954</b>	<b>15.615</b>	<b>17.912</b>

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

$$\begin{aligned}
 CTON = & CxC + Inventarios + CxC \text{ Empresas relacionadas} \\
 & + \text{Otros Activos Corrientes No Financieros} - CxP \\
 & - CxP \text{ a Empress Relacionadas} - \text{Otros Pasivos No Financieros}
 \end{aligned}$$

Luego de realizar esta evaluación, y con el objeto de proyectar la inversión necesaria en Capital de Trabajo para los años 2016 al 2020, se calculó el porcentaje RCTON, que corresponde al comportamiento histórico de CTON como proporción de las ventas de la empresa.

Tabla 6.4 – Índices RTCON empresa Socovesa.

ACTIVO CORRIENTE	2016*	2015	2014	2013	2012
RCTON (% del CTON sobre Ingresos)	208%	80%	75%	115%	124%

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

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 2015: 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.

Tabla 6.5 – Índices CTON y RTON empresa comparables.

EMPRESAS COMPARABLES			
AÑO 2015 (M\$)	BESALCO	SALFACORP	PAZ CORP
Ingresos	390.710.311	625.431.258	195.092.902
CxC y Deudores Comerciales	130.447.029	166.691.041	39.927.568
CxC a Entidades Relacionadas	11.496.964	31.645.933	793.638
Inventarios	128.531.492	131.962.636	117.784.903
Otros Activos No Financieros	844.161	7.164.218	9.115.625
Acreedores y Otras CxP	60.872.120	142.617.786	13.527.956
CxP a Entidades Relacionadas	10.896.751	22.035.109	6.659
Otros Pasivos No Financieros	50.072.496	32.423.619	14.251.305
<b>CTON</b>	<b>149.478.279</b>	<b>140.387.314</b>	<b>139.835.814</b>
<b>RTON</b>	<b>38%</b>	<b>22%</b>	<b>72%</b>

(Fuente: Besalco S.A., SalfaCorp S.A., Paz Corp S.A.).

En conclusión el Capital de Trabajo Operativo Neto de Socovesa es de características similares a la empresa Paz Corp y difiere de Besalco y SalfaCorp, principalmente, por la concentración en el negocio Inmobiliario que tiene la compañía en estudio versus las dos compañías más grandes que existen en la actual configuración de mercado en el país. En concreto, Besalco y SalfaCorp tienen una mayor diversificación de sus negocios y, por tanto, perciben ingresos en variados ámbitos del sector construcción.

La inversión en Capital de Trabajo se proyecta para los años 2016 a 2020 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 para ello la siguiente fórmula:

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

Donde el índice RCTON corresponde al promedio de los RCTON entre los años 2012 y 2015 para Socovesa, que se valúa en un 98,4%.

En la siguiente tabla, se presenta el resultado de la proyección en inversión de Capital de Trabajo:

Tabla 6.6 – Proyección de la inversión en Capital de trabajo de Socovesa, años 2016 - 2020 (MUF).

	2015	2016*	2017	2018	2019	2020
<b>Ingresos</b>	<b>14.185</b>	<b>13.297</b>	<b>13.429</b>	<b>13.564</b>	<b>13.699</b>	<b>13.836</b>
Inmobiliario	13.996	13.296	13.429	13.564	13.699	13.836
Construcción	189	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Inversión en Capital de Trabajo</b>		<b>-874</b>	<b>131</b>	<b>132</b>	<b>133</b>	<b>135</b>

## 6.5. Activos Prescindibles de la Empresa al 30 de junio de 2016

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 especificadas en la Tabla 6.7.

Tabla 6.7 – Activos Prescindibles de Socovesa, (al 30 de junio de 2016) (MUF).

ACTIVOS PRESCINDIBLES (MUF)	30.06.2016
Otros Activos Financieros, No Corriente	119
Derechos por cobrar, no corrientes	398
Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación	131
Plusvalía	495
Propiedades de Inversión	5.705
<b>Total</b>	<b>6.848</b>

(Fuente: Socovesa S.A.).

## 6.6. Deuda Financiera de la Empresa al 30 de junio de 2016

Tabla 6.8 – Deuda Financiera Socovesa (MUF).

	2016*	2015	2014	2013	2012
<b>Deuda Financiera</b>	15.199	15.911	18.586	20.960	18.434

\*Al 30 de junio de 2016.

(Fuente: Socovesa S.A.).

## 6.7. Flujo de Caja Libre Proyectado

Utilizando como input el Estado de Resultados de la empresa, proyectado para el período 2016-2020 y considerando las estimaciones de inversión, deuda y EBITDA. El resultado está dado por:

Tabla 6.9 – Flujo de Caja Libre Proyectado Socovesa (MUF).

ÍTEM DE FLUJO DE CAJA LIBRE	JUL – DIC 2016	2017	2018	2019	2020
<b>Ganancia(Perdida) después de impuestos</b>	837	1.387	1.371	1.393	1.414
(+) Impuestos	264	462	507	515	523
(+) Amortización	21	27	27	27	27
(+) Depreciación	19	29	29	29	29
(+) Costos Financieros	498	774	774	774	774
(-) Ingresos Financieros	-20	-45	-45	-45	-45
<b>EBITDA</b>	<b>1.622</b>	<b>2.635</b>	<b>2.664</b>	<b>2.693</b>	<b>2.722</b>
(-) Inversión en CTON	-874	131	132	133	135
(-) Inversión de Reposición	17	17	17	17	17
(-) Inversión Nueva	0	0	0	0	0
Tasa flujos perpetuo (Ko-g) = 5,13%					
(+) Valor Residual					2.734
<b>Flujo Caja Neto</b>	<b>2.479</b>	<b>2.488</b>	<b>2.515</b>	<b>2.543</b>	<b>5.306</b>

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

<b>Valor Presente Flujo Caja Libre (al 30 de junio de 2016)</b>	<b>13.317</b>
<b>Tasa Costo Capital (Ko)</b>	<b>5,13%</b>

## 7. 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:

Tabla 7.1 – Valor de la empresa según método de FCL, Socovesa (MUF).

ÍTEM	MUF
Valor total de los activos	13.317
(+) Exceso de CTON <sup>4</sup>	1.855
(+) Activos Prescindibles	6.848
(-) Deuda Financiera	15.199
(-) Deuda Subordinada	0
<b>= Patrimonio Económico</b>	<b>6.821</b>
Número Total Acciones	1.223.935.691
Precio por Acción (UF)	0,007
<b>Precio por Acción (Pesos) calculado al 30 de junio de 2016</b>	<b>145</b>
<b>Precio por Acción (Pesos) registrado al 30 de junio de 2016</b>	<b>127</b>

Al comparar el precio de acción calculado mediante el valor presente del Flujo de Caja Libre (\$145) y su precio de acción registrado al 30 de junio de 2016 (\$127), se comprueba que el mercado subvalora la empresa en un 12,5% en relación a su precio de acción.

<sup>4</sup> Exceso de Capital de trabajo operativo (CTON) se explica por el diferencial entre el CTON proyectado para el año 2016 y lo registrado al 30 de junio de 2016.

## 8. CONCLUSIONES

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 \$145 pesos por acción (correspondiente al periodo analizado).

Al contrastar dicho resultado con el precio de mercado al 30 de junio de 2016, equivalente a \$127 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.

La 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 al considerar como punto de partida, un escenario de crecimiento negativo para el año 2016 (respecto al año anterior), pero visualizando un desarrollo conservador al mediano plazo para el periodo proyectado (2017-2020), 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 para la venta.

## ANEXOS

---

### A1. Descripción de Empresas Comparables

De acuerdo a lo descrito en el capítulo 2, la Industria de la Construcción en Chile es altamente atomizada (destacando sus dos principales áreas de desarrollo: Inmobiliaria e Ingeniería y Construcción), sin embargo, se destacan empresas con la capacidad económica para competir directamente con Socovesa. Por una parte destacan Besalco S.A. y SalfaCorp S.A. que disponen unidades de negocio que participan tanto en el área Inmobiliaria como en la de Ingeniería y Construcción. Asimismo, está Paz Corp que posee sólo la línea de negocio en el sector Inmobiliario, pero es uno de los principales actores de este mercado. A su vez, estas empresas, junto a Socovesa, transan sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, conformando el sector Construcción.

#### A1.1. BESALCO S.A.

Besalco S.A. es una empresa líder en la actividad de la construcción en Chile (Nemotécnico para bolsa de valores: BESALCO), con operaciones que abarcan principalmente los negocios de construcción de obras de infraestructura y edificación, la prestación de servicios de maquinaria y la gestión de desarrollo inmobiliario. La empresa fue fundada en 1944, y desde 1998 opera también en Perú, esencialmente en el negocio de desarrollo inmobiliario. En el año 2015 dio inicio a su primer proyecto en Colombia, también en el área de desarrollo inmobiliario.

Los negocios de Besalco se agrupan en cuatro segmentos que consideran principalmente las operaciones de las filiales que se indican a continuación:

- **Obras Civiles y Edificación:** Besalco Construcciones S.A., Besalco Montajes S.A., Kipreos Ingenieros S.A.
- **Servicios de Maquinaria:** Besalco Maquinarias S.A.
- **Desarrollo Inmobiliario:** Besalco Inmobiliaria S.A. y Besco S.A.C. (Perú).
- **Proyectos de Inversión:** Besalco Concesiones S.A. y Besalco Energía Renovable S.A.

La actividad de Besalco en obras de infraestructura y edificación está orientada a atender los requerimientos del sector público y privado, y se materializa principalmente mediante la construcción de carreteras, puentes, viaductos, túneles, presas, obras sanitarias, obras ferroviarias, obras de generación y transmisión de energía eléctrica, y edificación de uso comercial, hospitalario y residencial. En el área de servicios de maquinaria, Besalco apoya los procesos productivos de empresas que operan en el sector minero, forestal y construcción. En lo que se refiere al negocio de desarrollo inmobiliario, las actividades de Besalco se orientan

preferentemente hacia la ejecución de proyectos de uso residencial. Besalco también participa en proyectos de inversión en las áreas de concesiones de obras de infraestructura pública, y en generación de energía eléctrica.

El resultado atribuible a los propietarios de la controladora a diciembre de 2015, presenta una ganancia de M\$15.329.723, en contraste con las pérdidas por M\$11.848.800 registradas al cierre de 2014. El resultado 2015, muestra una importante recuperación respecto al mismo periodo del año anterior. Esto se explica por el buen desempeño observado en los negocios de la compañía, donde se aprecia que al cierre del periodo, prácticamente todas las filiales cerraron el año con ganancias. El EBITDA generado al 31 de diciembre de 2015 llegó a M\$ 57.515.477, lo que más que triplica el alcanzado el año previo, de M\$ 17.896.834. Debido a ello, el margen EBITDA también aumentó, alcanzando un 14,7% al cierre de 2015, en comparación al 5,7% registrado a diciembre de 2014.

Durante el año 2015 Besalco S.A. alcanzó ingresos por ventas de M\$390.710, lo que representó un aumento de un 23% con respecto a los ingresos del año 2014. Esto se explica, principalmente, por el importante aumento en los ingresos de las filiales Besalco Inmobiliaria (110%), Besalco Energía (193%), Besalco Construcciones (36%) y Besco (35%). Las filiales Besalco Maquinarias, Besalco MD Montajes y Besalco Concesiones presentaron una disminución de ingresos respecto al periodo 2014.

### INGRESOS (M\$390.710)

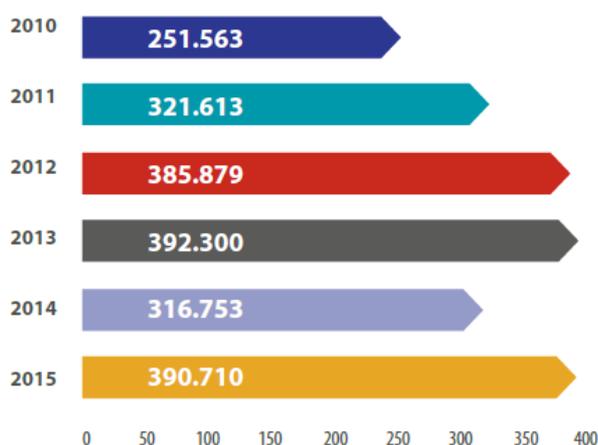


Figura A1. 1– Gráfico de evolución de Ingresos de Besalco S.A. (2010 – 2015).  
(Fuente: Besalco S.A.).

Por otra parte, al 31 de diciembre de 2015, el patrimonio de la sociedad asciende a M\$ 187.979.029, dividido en 576.172.664 acciones suscritas y pagadas, distribuidas entre los siguientes accionistas:

Tabla A1. 1 – Accionistas Principales de Besalco S.A. (al 30 de junio de 2016).

12 MAYORES ACCIONISTAS	ACCIONES	PARTICIPACIÓN
Tora Construcciones S.A.	51.886.498	9,01%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	32.374.731	5,62%
Siglo XXI Fondo de Inversión	26.494.775	4,60%
Inversiones Don Víctor I S.A.	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Víctor II S.A.	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Víctor III S.A.	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Víctor IV S.A.	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Víctor V S.A.	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Víctor VI S.A.	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Víctor VII S.A.	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Víctor VIII S.A.	21.688.758	3,76%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	20.000.056	3,47%
Otros 259 Accionistas	271.906.540	47,22%
<b>TOTALES</b>	<b>576.172.664</b>	<b>100,00%</b>

Cantidad de accionistas 271

Cantidad de acciones 576.172.664

(Fuente: Besalco S.A.).

## A1.2. SALFACORP S.A

SalfaCorp es una sociedad anónima chilena dedicada a la construcción y a la ingeniería (Nemotécnico para bolsa de valores: SALFACORP). Fue fundada en 1929 como empresa bajo el nombre de Salinas y Fabres Hnos Ltda. En sus comienzos estuvo ligado a importantes obras civiles, como el Estadio Nacional, y en las décadas posteriores basó su crecimiento en la exploración de nuevos mercados utilizando como estrategia la creación de nuevas empresas y la adquisición de compañías. A lo anterior, se suma la política de certificar sus procesos productivos en busca de mejorar sus estándares de calidad y de aprovechar las sinergias existentes. El año 2003 se obtuvo la certificación internacional ISO 9001:2000.

A contar de 2015, SalfaCorp ha redefinido sus segmentos de operación en las siguientes unidades de Negocio: **Ingeniería & Construcción S.A. (ICSA)**, **Edificación (Novatec)**, **Inmobiliaria Aconcagua (IACO)** y **Rentas & Desarrollo Inmobiliario (RDI)**.

Así, a través de sus Unidades de Negocio, la Compañía abarca diversos segmentos de negocios. En el caso de la Unidad Ingeniería y Construcción, ésta desarrolla obras de montaje industrial, minería subterránea, perforación y tronadura, movimientos de tierra, obras civiles, mantención industrial y obras marítimas. En tanto, la Compañía tiene presencia internacional, a través de su filial de Ingeniería y Construcción, en los mercados de Perú, Colombia y Panamá. Por otro lado, la Unidad Edificación presta servicios de construcción de viviendas propias o en asociación con terceros como también desarrolla y comercializa proyectos inmobiliarios para viviendas sociales. Inmobiliaria Aconcagua es la Unidad que ejecuta y comercializa proyectos inmobiliarios, tanto propios como en asociación con terceros, con una amplia diversificación en términos geográficos, de productos y segmento socioeconómico. La Unidad Rentas y Desarrollo Inmobiliario administra un stock de terrenos que ascendía a aproximadamente 1.300 hectáreas diversificadas a lo largo del país. Asimismo, se estima que la participación de mercado de la Compañía, considerando todos sus segmentos de negocios en Chile, se ha mantenido alrededor de 6%.

Los Ingresos de Actividades Ordinarias al cierre de 2015 fueron MM\$ 625.431, una disminución de MM\$ 237.748 respecto de 2014.

El EBITDA del 2015 fue MM\$ 56.899, versus MM\$ 68.782 del año anterior, con un margen sobre ingresos de 9,1% vs 8,0%.

\$ MILLONES DE CADA PERÍODO

### INGRESO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS

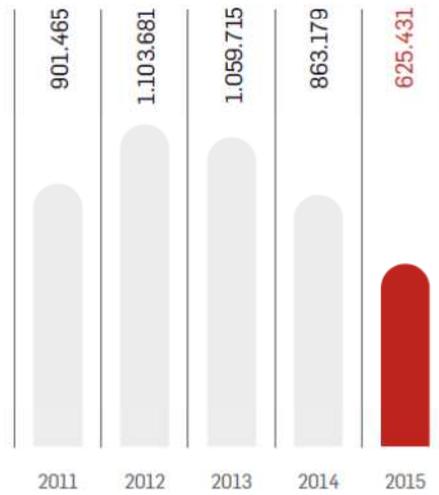


Figura A1. 2 – Gráfico de evolución de Ingresos de SalfaCorp S.A. (2011 - 2015).  
(Fuente: SalfaCorp S.A.).

\$ MILLONES DE CADA PERÍODO

### EBITDA

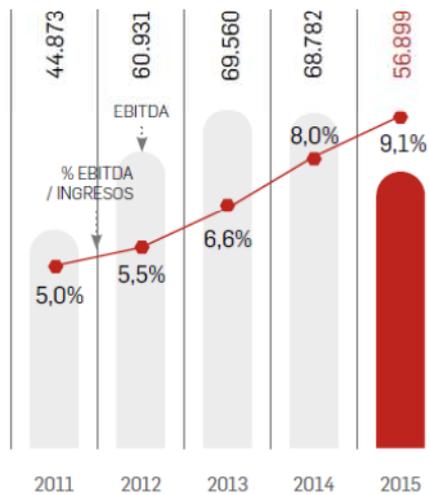


Figura A1. 3 – Gráfico de evolución de índice EBITDA de SalfaCorp S.A. (2011 - 2015).  
(Fuente: SalfaCorp S.A.).

En cuanto al capital social, al 31 de diciembre de 2015 la Sociedad tiene 449.900.787 acciones suscritas y pagadas, distribuidas entre 337 accionistas. La nómina de los 12 mayores accionistas de SalfaCorp S.A. al 31 de diciembre de 2015, el número de acciones que cada uno de ellos posee, y el porcentaje de participación en la propiedad accionaria, se detallan en el siguiente cuadro:

Tabla A1. 2 – Accionistas Principales de SalfaCorp S.A. (al 30 de junio de 2016).

RUT	NOMBRE O RAZON SOCIAL	N° ACCIONES	PARTICIPACIÓN EN LA SOCIEDAD	
			INDIVIDUAL (%)	ACUMULADO (%)
79.685.190-2	INVERSIONES ASCOTÁN LTDA. (*)	48.706.498	10,8%	10,8%
96.804.330-7	COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	34.893.328	7,8%	18,6%
78.091.430-0	INVERSIONES ATLÁNTICO LIMITADA (*)	31.335.660	7,0%	25,5%
76.265.736-8	AFP PROVIDA S.A. (**)	25.889.718	5,8%	31,3%
96.684.990-8	MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSIÓN (**)	23.297.938	5,2%	36,5%
80.537.000-9	LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	22.136.862	4,9%	41,4%
96.514.410-2	SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	22.101.315	4,9%	46,3%
96.489.000-5	CREDICORP CAPITAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	17.193.995	3,8%	50,1%
96.667.040-1	FONDO DE INVERSIÓN SANTANDER SMALL CAP (**)	15.157.370	3,4%	53,5%
96.688.520-3	INVERSIONES YUSTE S.A.	14.900.000	3,3%	56,8%
76.645.030-K	BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	14.697.781	3,3%	60,1%
78.997.270-2	INVERSIONES INMOBILIARIAS RENTA LTDA.	13.282.885	3,0%	63,0%
<b>TOTAL ACCIONISTAS MAYORITARIOS (12)</b>		<b>283.593.350</b>		<b>63,0%</b>
<b>TOTAL OTROS ACCIONISTAS (325)</b>		<b>166.307.437</b>		<b>37,0%</b>
<b>TOTAL ACCIONISTAS (337)</b>		<b>449.900.787</b>		<b>100,0%</b>

(\*) Sociedad relacionada con el Grupo Controlador de la Compañía.

(\*\*) Se agrupan los fondos administrados para estimar el porcentaje de propiedad total en la Compañía.

Fuente: Registro de Accionistas del Depósito Central de Valores al 31 de diciembre de 2015.

(Fuente: SalfaCorp S.A.).

### **A1.3. PAZ CORP S.A.**

Paz Corp es una empresa inmobiliaria chilena con presencia en Chile, Perú y Brasil (Nemotécnico para bolsa de valores: PAZ). La respalda una trayectoria de más de 55 años en el desarrollo de viviendas con un enfoque en la innovación y calidad. Durante este periodo ha concretado más de 150 proyectos y 30 mil viviendas.

La Compañía presenta un modelo de negocio **Inmobiliario** integrado que contempla diversas etapas: el estudio del mercado inmobiliario; la elección y compra de terrenos; el diseño arquitectónico; la gestión inmobiliaria; la construcción; y la comercialización y servicio de post venta. Esta eficiente integración, una gestión del negocio de excelencia y un sólido conocimiento de la industria, le han permitido posicionarse como una de las principales firmas del rubro en los distintos mercados donde opera. Debido a la buena implementación del modelo de negocios en Chile, Paz toma la decisión de tomar presencia en Latinoamérica instalándose en Perú y Brasil, replicando la experiencia adquirida en las últimas décadas.

Durante 2015, Paz Corp alcanzó ganancias por MM\$34.602, cifra un 62% superior a la utilidad del año anterior. Los ingresos crecieron un 55%, logrando ventas por MM\$195.093. EBITDA alcanzó MM\$57.763, monto 54% superior al EBITDA del 2014. Los buenos resultados se explican por mayores volúmenes de venta, mejoras en el margen bruto y mejor desempeño en los gastos de administración y venta.

El capital de la Sociedad Paz Corp se divide en 283.369.203 acciones nominativas y ordinarias, de igual valor cada una, de una misma serie y sin valor nominal. De este total, 1.750.000 acciones fueron reservadas para planes de compensación destinados a ejecutivos y trabajadores de la Sociedad y sus filiales, estando todas a la fecha ya suscritas y pagadas. Al cierre de 2015 el total de los accionistas de la Compañía fue de 126. Los principales accionistas de Paz Corp S.A. al 31 de diciembre de 2015 son los siguientes:

Tabla A1. 3 – Accionistas Principales de Paz Corp S.A. (al 30 de junio de 2016).

NOMBRE O RAZON SOCIAL	ACCIONES AL 31/12/2015	PORCENTAJE
Inversiones Globus Ltda.	35.238.829	12,44%
Inversiones Quantum Ltda.	33.790.901	11,92%
Inversiones Brakers Ltda.	31.663.544	11,17%
Inversiones B y J Ltda.	30.968.544	10,93%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversiones	23.344.762	8,24%
Siglo XXI Fondo de Inversión	21.924.791	7,74%
Consortio Corredora de Bolsa S.A.	14.436.945	5,09%
Chile Fondo de Inversiones Small Cap	10.730.435	3,79%
Asesorias e Inversiones Puerto Abierto Ltda.	7.749.398	2,73%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	6.722.451	2,37%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros no Residentes	6.232.293	2,20%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	5.973.756	2,11%
Otros	54.592.554	19,27%
<b>TOTAL</b>	<b>283.369.203</b>	

(Fuente: Paz Corp S.A.).

## BIBLIOGRAFÍA

---

### Documentos:

- Estados Financieros Socovesa S.A.:  
<http://www.empresassocovesa.cl/inversionistas/fecu/>
  - FECU Socovesa S.A. al 30 de junio de 2016.
  - FECU Socovesa S.A. al 31 de diciembre de 2015.
  - FECU Socovesa S.A. al 31 de diciembre de 2014.
  - FECU Socovesa S.A. al 31 de diciembre de 2013.
  - FECU Socovesa S.A. al 31 de diciembre de 2012.
  - FECU Socovesa S.A. al 31 de diciembre de 2011.
  - FECU Socovesa S.A. al 31 de diciembre de 2010.
- Estados Financieros Besalco S.A. al 30 de junio de 2016:  
<http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=92434000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAUvUABfAAAAKWAAn&vig=VI&control=svs&pestanía=33>
- Estados Financieros SalfaCorp S.A. al 30 de junio de 2016.:  
[http://www.salfacorp.com/in\\_estados-financieros.php](http://www.salfacorp.com/in_estados-financieros.php)
- Estados Financieros Paz Corp S.A. al 30 de junio de 2016:  
<https://www.paz.cl/informacion-financiera>
- Métodos de Valoración de empresas, Pablo Fernández, 2013:  
<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

### Sitios Web:

- Socovesa S.A. [www.socovesa.cl](http://www.socovesa.cl)
- Bolsa de Comercio de Santiago [www.bolsadesantiago.cl](http://www.bolsadesantiago.cl)
- Cámara Chilena de la Construcción [www.cchc.cl](http://www.cchc.cl)
- Superintendencia de Valores y Seguros [www.svs.cl](http://www.svs.cl)