



VALORACION DE SALFACORP S.A Mediante el Método de Múltiplos

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

**Alumno: Felipe Merino
Profesor Guía: Arturo Rodríguez**

Santiago, Mayo 2018

I. DEDICATORIA

Dedico este trabajo a mi persona, familia y amigos que me apoyaron en este proceso

Felipe Merino

II. AGRADECIMIENTOS

Agradezco a mi familia por entregarme apoyo emocional, y confiar siempre en los desafíos que me propongo.

Felipe Merino

III. TABLA DE CONTENIDOS

Contenido

I. DEDICATORIA	1
II. AGRADECIMIENTOS	2
III. TABLA DE CONTENIDOS	3
IV. INDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS	5
1. RESUMEN EJECUTIVO	6
2. METODOLOGIA	7
2.1 Principales Métodos de Valoración	7
2.1.1 Modelo de descuento de dividendos.....	8
2.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados	9
2.1.3 Método de múltiplos.....	12
3. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	14
3.1 Descripción de la Empresa. Antecedentes Generales	14
3.2 Descripción de la Industria	14
3.3 Descripción de Segmentos de la compañía	15
3.3.1 Segmento Ingeniería y Construcción	16
3.3.2 Área Desarrollo Inmobiliario	18
3.3.3 Empresas Operativas	20
3.4 Descripción de la Empresa: Principales Accionistas	23
3.5 Descripción de la Industria: Empresas Comparables	24
3.6 Financiamiento de la empresa	28
3.7 ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	29
3.7.1 Deuda financiera	29
3.7.2 Patrimonio económico.	30
3.7.3 Estructura de Capital	31
3.8 ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE SALFACORP	31
3.8.1 Introducción	31
3.8.2 Estimación del Beta Patrimonial de la compañía:	34

3.8.3	Estimación del Costo de Capital	35
3.8.4	Valorización por múltiplos	40
3.9	VALORACION ECONOMICA Y PRECIO ESTIMADO DE LA ACCION	45
3.9.1	Múltiplos:	46
3.10	CONCLUSIONES.	48
	REFERENCIAS	50
	ANEXOS.....	51
	Anexo 1 Estados Financieros de Salfacorp años 2013 a 2017(septiembre).....	52
	Anexo 2 Indicadores para determinar crecimiento pasado de la industria	55
	ANEXO 3 Estado de resultados por empresa operativa años 2013 al 2017(septiembre) Salfacorp	57
	Anexo 4 Composición de Propiedad Planta y Equipos de Salfacorp	60
	Anexo 5 Econometría revisión de retornos accionarios.	62
	Anexo 6 Estados financieros empresas comparables	72
	Anexo 7 Determinación de múltiplos con información bursátil al 29 de Septiembre 2017	75

IV. INDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS

Tabla 1 Estructura de negocios.....	15
Tabla 2 Mayores Accionistas de la compañía.....	23
Tabla 3 Fuentes de Financiamiento.....	28
Tabla 4 Bonos Vigentes.....	29
Tabla 5 Deuda Corriente y No corriente.....	30
Tabla 6 Patrimonio Económico.....	30
Tabla 7 Estructura de capital.....	31
Tabla 8 Beta patrimonial últimos 5 años.....	34
Tabla 9 Beta Patrimonial.....	36
Tabla 10 Estructura Objetivo.....	41
Tabla 11 Múltiplos.....	44
Tabla 12 Valores financieros de la compañía.....	45
Tabla 13 Múltiplos empresas comparables.....	46
Tabla 14 Valores de la compañía por múltiplos.....	47

1. RESUMEN EJECUTIVO

Este trabajo tiene como objetivo la valoración de la empresa Salfacorp S.A. al 30 de Septiembre de 2017, utilizando el método del Flujo de Caja Libre Descontado y valorización por múltiplos.

Salfacorp es una de las principales empresas de Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria de Chile, con cerca de 90 años de historia en el sector Construcción. Actualmente exporta toda su experiencia en el desarrollo de proyectos en Latinoamérica y el Caribe marcando fuerte presencia en Perú, Colombia y Panamá.

La presente valoración se realiza en una etapa en que la industria de la construcción registra una importante caída en la inversión. Desde Julio del año 2012 el IMACON (índice más utilizado y valorado para medir el comportamiento de la industria) ha presentado un fuerte descenso lo que se encuentra en línea con la baja de la inversión en el sector. A Enero de 2017 había caído en un 5,9%. Por su parte, la venta de Departamentos, casas y viviendas nuevas, ha experimentado un aumento en sus ciclos de venta, pasando desde 11,6 meses en Abril del año 2015 a 18,4 meses en Septiembre de 2017, lo que muestra un exceso de oferta. Este efecto evidencia un eventual sobre stock de inmuebles disponibles y repercute fuertemente en los ingresos de la industria si no aumenta su venta en el corto plazo.

Nuestra perspectiva para el cuarto trimestre del año 2017 en el sector es estable, con señales de expansión para los próximos 4 años y un repunte en las ventas, lo cual es consistente con las proyecciones del Banco Central y Cámara Chilena de la Construcción. El cobre nuestro principal commodity se ha mantenido en promedio en torno a 3,00 centavos de Dólar/Libra desde septiembre 2017 y un tipo de cambio ubicado en la media de \$ 610 por USD. En medio del marco macroeconómico antes descrito, hemos determinado mediante flujo de caja libre un valor de \$ 801,40 por acción, valor que se encuentra un 12,89% por debajo del precio de mercado, y mediante múltiplos un valor de \$ 903,73 por acción, valor que se encuentra prácticamente a la par con el precio de mercado, utilizando para la obtención de dicho valor múltiplos como PER, EV/EBITDA y EV/FCF, que son aquellos múltiplos que han demostrado solidez en los resultados obtenidos en este tipo de industria. El precio de referencia de la acción es de \$ 920 valor al día 30 de Septiembre 2017.

Con lo anterior, debemos tener presente que la valorización podría verse afectada fuertemente ante los cambios políticos que se avecinan en los próximos meses.

2. METODOLOGIA

2.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, dado que la literatura ofrece variadas metodologías para valorizar empresas, existen diversos grupos de métodos, estos, basados en el balance de la empresa, basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, siendo que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos, y por ello como un activo financiero.

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

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

2.1.1 Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados, dado el riesgo intrínseco que están asumiendo por entrar al negocio actual de la empresa, como proyectos potenciales que este contenga. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

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

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

2.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado tomando los activos de la empresa como un ente generador, en donde cada activo es capaz de generar sinergia, aportando valor mayor que la suma de cada uno de ellos.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado

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

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

“valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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

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

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

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

le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

2.1.3 Método de múltiplos

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

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

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes, identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa.

Dos firmas son comparables en la medida que primero pertenezcan al mismo rubro, y luego idealmente, y si existe la posibilidad de encontrar suficientes empresas con las siguientes características, que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido que el mercado internaliza futuras situaciones desfavorables para la empresa, las cuales pueden ser entre otras cosas shocks a nivel global, país (tasas de interés), de la industria (potenciales nuevos competidores), etc.

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

3. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

3.1 Descripción de la Empresa. Antecedentes Generales

Razón Social	SALFACORP S.A
Rut	96.885.880-7
Nemotécnico	SALFACORP
Dirección	Avda. Presidente Riesco 5335 piso 11 Las Condes - Santiago
Industria	Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria
Regulación	Superintendencia de valores y seguros (SVS) y Ministerio de obras públicas, Ministerio de energía.
Web	www.salfacorp.com

3.2 Descripción de la Industria

La industria de la construcción es uno de los motores principales que impulsa el desarrollo económico del país. Las obras ejecutadas por el sector de la construcción son utilizadas intensivamente por todos los miembros de ella, es fuertemente demandante de mano de obra y contempla infraestructura pública y privada. Sin embargo, la característica económica principal de este sector es el comportamiento productivo "inestable" que presenta, ya que, es un área tremendamente sensible a los cambios que experimentan los ciclos económicos, repuntando con lentitud (post ciclo económicos bajos) pero con fuerza en los períodos de expansión y en cambio es afectada con mayor rapidez y en mayor proporción durante los períodos de crisis o recesión que el promedio de los otros sectores. La incidencia del sector Construcción en el PIB es en torno al 6% para el año 2017.

La Compañía participa activamente en todas las actividades de construcción, montaje, edificación, obras marítimas y minería tanto para clientes privados como para el Estado por medio de Inversión Pública.

3.3 Descripción de Segmentos de la compañía

Salfacorp es el mayor grupo empresarial del sector de la construcción en Chile, con un indiscutible liderazgo que ha cultivado durante sus cerca de 90 años de historia. Salfacorp está a la vanguardia de la Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria en Chile, participando en obras emblemáticas del país gracias a su gran variedad de servicios para la Minería, Energía, Retail, Construcción y el sector Inmobiliario, entre otros.

Actualmente exporta toda su experiencia en el desarrollo de proyectos en Latinoamérica y el Caribe marcando fuerte presencia en Perú, Colombia y Panamá.

El desarrollo de la compañía se ha logrado a través de un sólido modelo de negocios que contempla la diversificación y complementariedad de las áreas de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria; su experimentado equipo humano, la amplia gama de servicios para diversas industrias y zonas geográficas, con objeto de satisfacer las necesidades específicas de sus clientes.

El Sector en el que se desarrollan las actividades de compañía, se compone de dos áreas: Ingeniería y Construcción y Desarrollo Inmobiliario estas dos áreas componen cuatro segmentos: ICSA, Edificación, Inmobiliaria Aconcagua y Rentas Desarrollo Inmobiliario, las cuales, a pesar de ser parte de una misma industria, obedecen a distintos factores que determinan su nivel de actividad y crecimiento.

Tabla 1 Estructura de negocios



Ingeniería y Construcción desarrolla proyectos de inversión en infraestructura pública y privada del país, por medio de obras civiles, montaje industrial o concesiones. En tanto, el área de Desarrollo Inmobiliario desarrolla proyectos de inversión en viviendas tanto pública como privada, a través del desarrollo de proyectos inmobiliarios de casas y departamentos, lo cual incluye selección de terrenos, diseño de la arquitectura, construcción y posterior comercialización de la vivienda.

3.3.1 Segmento Ingeniería y Construcción

Salfacorp desarrolla el negocio de Ingeniería y Construcción a través de su filial ICSA, el cual tiene una importante diversificación en áreas de negocios y servicios ofrecidos, tipos de clientes e industrias, extensión de contratos, además de diversificación geográfica, lo que representa una fortaleza competitiva además de atenuar el riesgo operacional. ICSA es la principal área generadora de EBITDA con cerca de un 70% sobre el total de la compañía.

De esta Unidad de Negocio, se desprenden diferentes empresas operativas, que se diferencian entre sí por las distintas especialidades constructivas que abordan el mercado de la construcción o por la zona geográfica donde desarrollan sus negocios:

MONTAJE INDUSTRIAL:

Abarca la ejecución de los contratos de montaje de equipamiento industrial. Este tipo de contratos se caracteriza por la gran cantidad de equipos y mano de obra especializada que debe aportar la empresa de montaje, siendo responsabilidad del

cliente la provisión del diseño, ingeniería y equipamiento a montar. Ejemplos de este tipo de obras son plantas industriales, centrales termo e hidroeléctricas, plantas mineras, plantas de celulosa, plantas salmoneras, bodegas vitivinícolas, plantas petroquímicas, terminales de aeropuerto, entre otros. Adicionalmente a través de este segmento se ofrecen servicios de valor agregado como Mantenimiento Industrial y Obras Marítimas.

MINERÍA:

Comprende especialidades asociadas a mandantes de la industria de la minería, entre ellas:

MINERÍA SUBTERRÁNEA & TÚNELES:

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

MOVIMIENTOS DE TIERRA:

A través de Fe Grande, abarca grandes movimientos de tierra principalmente para la construcción de proyectos de la minería.

PERFORACIONES Y TRONADURAS:

A través de filial Icem S.A., Salfacorp ofrece el servicio de perforaciones y tronaduras, actividad muy afín a clientes de la minería.

CONSTRUCCIÓN:

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

OBRAS CIVILES:

Comprende la ejecución de contratos de obras de edificación y obras civiles para fines comerciales o de servicios. Este tipo de contratos se caracteriza porque la empresa constructora provee tanto la mano de obra, materiales, subcontratos y equipos necesarios para ejecutar la obra diseñada y encomendada por el cliente. Ejemplo de este tipo de obras son hoteles, centros comerciales, supermercados, colegios, universidades, iglesias, estadios, entre otros.

ZONA AUSTRAL:

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

ÁREA INTERNACIONAL:

La Compañía opera en el extranjero ofreciendo diversos servicios asociados a la construcción mencionados anteriormente, estando presente en Perú, Colombia y Panamá.

3.3.2 Área Desarrollo Inmobiliario

En esta área se integran los segmentos de Edificación, Inmobiliaria Aconcagua y Rentas Desarrollo Inmobiliario. El proceso del negocio contempla el estudio del mercado inmobiliario, la elección de los terrenos, su financiamiento y adquisición, diseño de arquitectura y urbanismo, administración del contrato de construcción, comercialización, venta y servicio de postventa. De acuerdo al segmento socioeconómico al cual se dirige la oferta inmobiliaria, el mercado inmobiliario se segmenta en tres grandes grupos: viviendas de menos de UF 900 (estratos D y E),

entre UF 900 y UF 3.700 (estratos C2 y C3) y sobre UF 3.700 (estrato ABC1) y según el tipo de vivienda, en casas y departamentos. Esta área genera el 30% del total del Ebitda de la compañía.

Edificación:

El objetivo principal de esta unidad de Negocios, constituida por Constructora Novatec S.A., Constructora Noval S.A. y Novaing S.A., es satisfacer la demanda por servicios de ingeniería y construcción de las unidades de Negocios Inmobiliarios (Aconcagua e Inmobiliaria Noval, y sus respectivas sociedades) y de Rentas & Desarrollo Inmobiliario de Salfacorp. La Unidad de Edificación construye edificios habitacionales, conjuntos de vivienda y oficinas, así como también obras de infraestructura y de urbanización. Además, en el caso de Constructora Noval, participa activamente en el mercado público de la vivienda social en Chile, alcanzando en los últimos años una participación cada vez más relevante en este segmento. Una característica importante de la operación de Edificación, es su diversificación tanto a nivel geográfico, como a nivel de segmentos y la tipología de sus proyectos

Inmobiliaria Aconcagua:

Su principal responsabilidad es el desarrollo, la gestión y la venta de proyectos inmobiliarios, como actor principal y en sociedad con terceros. Inmobiliaria Aconcagua ha definido enfocar su modelo de negocio, equilibradamente en productos por extensión y en densificación. En el primer caso, estos corresponden a conjuntos residenciales de viviendas -casas o edificios de 4 pisos- mientras que en el segundo caso, se trata de edificios residenciales de mediana y gran altura. Esto le permite ajustar la oferta, con el fin de desarrollar proyectos inmobiliarios acordes a las necesidades de las personas y al lugar geográfico en que se encuentren.

Rentas y Desarrollo Inmobiliario:

El área de Renta y Desarrollo de Salfacorp tiene como tarea fundamental planificar y desarrollar los planes maestros de los terrenos de la compañía, de tal manera de maximizar su plusvalía. Adicionalmente, identifica y gestiona los lotes con destino equipamiento en cada barrio y define la inversión que se debe realizar en activos de

renta de largo plazo. Con ese propósito, se definen y establecen alianzas con otros operadores, de mediano y largo plazo, que agregan valor al stock de terrenos y permiten adelantar la consolidación de barrio. Estas posiciones de terrenos garantizan a la compañía la disponibilidad de suelos para desarrollos futuros a costos competitivos, así como la posibilidad de capitalizar la plusvalía que se genera producto de los proyectos habitacionales, comerciales y de equipamiento que la empresa impulsa en esas áreas.

3.3.3 Empresas Operativas

1. Salfa Montajes: Dedicado a los contratos de construcción y montaje industrial de obras de gran complejidad para los sectores de minería, energía, forestal, entre otros.
2. Salfa Industrial: Orientada a contratos asociados a ampliaciones y modificaciones de plantas existentes en el área minera, energía y petroquímica, entre otras.
3. Salfa Mantenciones: Empresa que atiende contratos desde mantenciones integrales hasta soluciones globales con aporte de capital. Busca satisfacer los requerimientos de sus clientes enfocándose en el cumplimiento de sus objetivos, la reducción de sus costos, agregando valor a la gestión del proceso y generando alianzas estratégicas de largo plazo.
4. Propuerto: Empresa constructora líder en el ámbito de la ingeniería y construcción de obras marítimas, lacustres y fluviales, con experiencia en los rubros de minería, pesca, energía, petróleo, transferencia de carga y construcción en general.
5. Fe Grande: A lo largo de su trayectoria se ha especializado en el desarrollo de carreteras, túneles, puentes, obras civiles, movimiento de tierras e importantes proyectos mineros.
6. Geovita: Con más de 20 años de experiencia en el mercado y vasta trayectoria en el mundo minero, Geovita se ha transformado en el principal proveedor del área de excavaciones, construcción y explotación para la minería subterránea.

7. ICEM: Líder en servicios de perforación y tronadura, demoliciones, explotación minera, transporte de material y una división especial orientada al sondaje para la exploración y producción. Orientado a proyectos del área industrial, minera, construcción e infraestructura.
8. CSP: Compañía de Pos tensados y Geotecnia, ofrece al mercado de la construcción servicios altamente especializados, que incluyen el estudio, la ingeniería y la ejecución de los proyectos.
9. TECSA: Orientada a contratos de construcción de obras civiles, entre las que se puede considerar centros comerciales, supermercados, clínicas y hospitales, entre otros.
10. Constructora Salfa: Empresa constructora que atiende proyectos de Infraestructura, participando de la construcción en los sectores viales públicos y privados, puentes y estructuras civiles complejas.
11. Salfa Construcción: Orientada a contratos de construcción de Obras Civiles, entre las que se puede considerar centros comerciales, supermercados, clínicas y hospitales, entre otros.
12. Salfa Austral: Ofrece la mejor alternativa de vivienda para los habitantes de la XII Región de Magallanes, creando espacios que satisfacen las necesidades de las familias, busca la mejor relación precio – calidad e innovar, fomentando la participación de todos los integrantes y fortaleciendo un clima organizacional de honestidad y compromiso que permite superar las expectativas de clientes y accionistas.
13. Icsa Capacitación: Su estrategia se sostiene en generar una oferta competitiva en servicios de capacitación, entrenamiento y formación de equipos de trabajo, apoyados por la experiencia de docentes, quienes a través de sus conocimientos y habilidades entrenan a alumnos en etapa de aprendizaje para generar valor agregado en los clientes, permitiéndoles alcanzar una mayor productividad y calidad de sus procesos.
14. MAQSA Empresa operativa responsable de la gestión de activos en maquinaria y equipos de Salfacorp, tanto para uso interno de la Compañía como para terceros.

15. Salfa Comercial: Empresa dedicada a la administración y eficiencia de las compras consolidadas del grupo Salfacorp, tanto a nivel nacional como internacional.
16. HV Contratistas: Filial de Salfacorp en Perú, orientada a la construcción de proyectos en los sectores de obras civiles, construcción y edificación, infraestructura, montaje electromecánico y proyectos EPC.
17. Consalfa: Fruto de la sociedad de Salfacorp con la constructora colombiana Conconcreto, da origen a Consalfa, firma constructora con sede en Colombia, orientada al desarrollo integral de proyectos de infraestructura productiva en los sectores energético, minería y cemento, papel y celulosa, hidrocarburos y plantas industriales, entre otros;; abarcando las especialidades de obras civiles y montajes electromecánicos.
18. Intercoastal Marine: Compañía contratista líder en ingeniería y construcción marítima de Centroamérica y el Caribe (Panamá). Orientada a una amplia variedad de diseños y trabajos de ingeniería, construcciones nuevas, reparaciones, modernizaciones y mantenimiento de estructuras e instalaciones marítimas.
19. Asia Comercial: Sucursal de oficinas de Salfacorp en China para la búsqueda de proveedores más competitivos, ofreciendo servicios de intermediación comercial, inspección de embarques, gestión, logística y representación.

3.4 Descripción de la Empresa: Principales Accionistas

Salfacorp al ser una empresa que transa su propiedad en bolsa, lo cual permite cierta movilidad en la propiedad de los accionistas. A continuación detallaremos a los 12 mayores accionistas de Salfacorp S.A., el número de acciones que cada uno de ellos posee, y el porcentaje de participación en la propiedad accionaria que al 30 de Septiembre de 2017 se compone de la siguiente manera:

Tabla 2 Mayores Accionistas de la compañía

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres) Razon Social	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
INVERSIONES ASCOTAN LTDA	40.506.498	9,00%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	37.706.766	8,38%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION(CTA.NUEVA)	37.486.745	8,33%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	33.599.361	7,47%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	21.739.109	4,83%
INVERSIONES ATLANTICO LIMITADA	20.125.257	4,47%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	19.586.703	4,35%
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	16.832.686	3,74%
INVERSIONES YUSTE SA	14.900.000	3,31%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	14.205.249	3,16%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	13.153.231	2,92%
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	11.496.793	2,56%
Totales	281.338.398	62,52%

Número de acciones suscritas y pagadas Al 30 de septiembre de 2017 autorizado, suscrito y pagado asciende a M\$183.973.411 que correspondiente a 449.900.787 acciones.

3.5 Descripción de la Industria: Empresas Comparables

Son aquellas empresas que tienen flujos de caja similares, potencial similar de crecimiento y riesgo similar a Salfacorp. Es muy difícil encontrar en nuestro reducido mercado bursátil, empresas en igualdad de tamaño, nivel de ventas y patrimonio. Debido a lo anterior es que miraremos las empresas que transan en bolsa de Santiago que cuentan con similitudes en sus negocios.

Se define como empresas comparables a aquellas compañías que en un mismo sector asumiendo implícitamente con esto que las tienen riesgos, crecimiento y perfiles de flujos de caja similares, y por lo tanto pueden ser comparadas con mayor legitimidad. Salfacorp es una empresa que pertenece a la industria de la construcción. Al buscar empresas comparables en nuestro mercado, verificamos y comparamos la participación de su división construcción en las empresas que están agrupadas en el IPSA y obtuvimos lo siguiente:

Nombre de la Empresa	Socovesa S.A.
Ticker o nemotécnico	Socovesa
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago (IPSA)
Descripcion de la Empresa	Socovesa S.A. destaca con sus actividades de negocio principalmente en el área de Desarrollo Inmobiliario. Socovesa se inicia en los años setenta, época en que se impulsó la construcción de viviendas para los segmentos socioeconómicos medios y bajos. En la actualidad 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 terrenos, diseño arquitectónico y urbano, aprobación gubernamental, construcción de la obra, comercialización y venta, y finalmente, entrega de servicios de post venta. Socovesa S.A., a través de sus filiales inmobiliarias, participa en las etapas antes mencionadas principalmente en proyectos de vivienda con y sin subsidio.
Sector e Industria	Construcción e Inmobiliaria.
Negocios en que se encuentra	Construcción e Inmobiliaria.
Presencia bursátil año 2017	65,56%

EMPRESAS ■■■■
SOCOVESA

Nombre de la Empresa	PAZ Corp S.A
Ticker o nemotécnico	Paz
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago (IPSA)
Descripción de la Empresa	PAZ CORP S.A. es una empresa inmobiliaria chilena con presencia en Chile, Perú y Brasil. Posee una trayectoria de más de 40 años en el desarrollo de viviendas accesibles para la clase media, con un enfoque en la innovación y la calidad. PAZ CORP S.A es uno de los líderes en el desarrollo de viviendas en el mercado inmobiliario chileno. La compañía ejecuta la mayoría de las etapas y procesos que contempla el desarrollo de los proyectos inmobiliarios en que participa, incluyendo la arquitectura , la ejecución y supervisión de la construcción, como la publicidad, comercialización y financiamiento de clientes a través del sistema leasing habitacional.
Sector e Industria	Construcción e Inmobiliaria.
Negocios en que se encuentra	Construcción e Inmobiliaria.
Presencia bursátil año 2017	58,33%



Nombre de la Empresa	BESALCO S.A.
Ticker o nemotécnico	Besalco
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago (IPSA)
Descripción de la Empresa	Bezanilla Salinas Construcciones S.A. (Besalco S.A.) se fundó el día 27 de marzo de 1944, como una Sociedad de Responsabilidad Limitada, posteriormente, se constituyó como una Sociedad Anónima en febrero de 1965. Empresa con presencia en Chile y Perú , con mas de 70 años de experiencia opera en obras civiles, montaje industrial, líneas de transmisión eléctricas, proyectos inmobiliarios, obras públicas y energía.
Sector e Industria	Construcción e Inmobiliaria.
Negocios en que se encuentra	Construcción ,Inmobiliaria , arriendo de maquinarias , concesiones, montaje y construcción de obras civiles en Chile y Perú.
Presencia bursátil año 2017	98,33%



3.6 Financiamiento de la empresa

Las fuentes de financiamiento provienen principalmente de patrimonio y deuda financiera. De esta última un 62,45% corresponde a créditos bancarios de corto y largo plazo, y solo un 15,66% corresponde a bonos de largo plazo que se señalan a continuación al 30 de septiembre de 2017

Tabla 3 Fuentes de Financiamiento

Financiamiento a Septiembre 2017	Monto	Porcentaje
Creditos Bancarios	256.392.720	62,45%
Cesion de cartera con responsabilidad	33.392.906	8,13%
Leasing Financiero	12.260.297	2,99%
Pasivos de cobertura	683.821	0,17%
Bonos y Pagarés	64.273.681	15,66%
pasivos por compra de terrenos	43.549.601	10,61%
Total deuda financiera M\$	410.553.026	

Tabla 4 Bonos Vigentes

La deuda estructurada de largo plazo en bonos es la siguiente:

Bono	serie B	serie G	serie M
Nemotécnico	BSALF-B	BSALF-G	BSALF-M
Fecha de Emisión	15-05-2010	31-05-2008	10-05-2014
Valor Nominal serie(VN o D)	2.000.000	2.000.000	1.000.000
Corte (Valor Nominal de cada Bono)	500	1.000	500
Cantidad de Bonos	4.000	2.000	2.000
Moneda	Unidades de Fomento	Unidades de Fomento	Unidades de Fomento
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	31-05-2029	15-10-2031	15-05-2019
Tipo de Bono	Francés con periodos de gracia	Francés con periodos de gracia	Bullet / americano
Tasa Cupón (k_c)	4,00%	4,00%	5,50%
Periodicidad	semestral	semestral	semestral
Número de pagos (N)	42	42	10
Periodo de Gracia	4 semestres	4 semestres	no
Motivo de la Emisión	Los recursos que se obtengan provenientes de la colocación de los bonos serán destinados al financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor y/o sus filiales	Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos correspondientes a la Línea, se destinarán al financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del Emisor y/o sus Filiales.	Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la Línea, se destinarán al financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del Emisor y/o sus Filiales
Clasificación de Riesgo	A- BBB	A- BBB+	BBB+ BBB
Clasificadora de Riesgo	Credit Rating clasificadora de riesgo Fitch Chile clasificadora de riesgo	Credit Rating clasificadora de riesgo Fitch Chile clasificadora de riesgo	Credit Rating clasificadora de riesgo Fitch Chile clasificadora de riesgo
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,00%	4,16%	6,95%
Precio de venta el día de la emisión.	458,81	965,28	470,63
Valor de Mercado	98,61% / valor bajo la par	97,79% / valor bajo la par	94,05% / valor bajo la par

En tabla anterior se muestra solamente los bonos vigentes al 30 de septiembre de 2017 y según lo señalado en las memorias de Salfacorp, la emisión de bonos se ha destinado al financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos, u otros fines corporativos del emisor y sus filiales.

3.7 ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

3.7.1 Deuda financiera.

La deuda financiera de la compañía incluye todos aquellos compromisos de deuda con terceros que devengan intereses. Según el estado financiero anual auditado y el

estado financiero sin auditar al 30 de septiembre de 2017, la deuda financiera se compone de la siguiente manera:

Tabla 5 Deuda Corriente y No corriente

	2013	2014	2015	2016	2017-3Q
+ Préstamos que devengan intereses (corriente)	198.714.141	207.235.815	190.904.261	230.452.990	155.081.881
+ Otros Pasivos Financieros (corriente)*	27.444.468	29.117.504	7.184.198	15.335.626	42.526.392
+ Préstamos que devengan intereses (no corriente)	91.560.450	65.433.208	83.642.401	52.844.108	101.310.839
+ Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	105.150.538	87.735.563	85.588.771	102.412.539	111.633.914
= DEUDA FINANCIERA M\$	422.869.597	389.522.090	367.319.631	401.045.263	410.553.026
= DEUDA FINANCIERA UF	18.141.466	15.816.807	14.332.137	15.221.101	15.401.443
UF	23.309,56	24.627,10	25.629,09	26.347,98	26.656,79

3.7.2 Patrimonio económico.

El patrimonio económico se ha calculado tomando el precio de cierre al último día hábil de Diciembre de la acción de la compañía. La excepción se produce con el valor de la acción para el año 2017 se utilizó el valor del día 30 de Septiembre debido a que es nuestra fecha de evaluación..

Tabla 6 Patrimonio Económico

	2013	2014	2015	2016	2017 SEPT
Numero total de acciones	449.900.787	449.900.787	449.900.787	449.900.787	449.900.787
Precio de la accion	464,46	455,18	367,29	469,87	920
Patrimonio economico \$	208.960.919.530	204.785.840.227	165.244.060.057	211.394.882.788	413.908.724.040
Patrimonio en M\$	208.960.920	204.785.840	165.244.060	211.394.883	413.908.724
UF al 31/12	23.309,56	24.627,10	25.629,09	26.347,98	26.656,79
Patrimonio economico UF	8.964.602	8.315.467	6.447.520	8.023.191	15.527.328

3.7.3 Estructura de Capital.

Al analizar el patrimonio bursátil histórico de la compañía, se puede observar que existe una dispersión en el valor de esta debido a la presencia de volatilidad en el precio de su acción en el periodo observado. Lo anterior bajo el supuesto que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado.

Tabla 7 Estructura de capital

Estructura de capital	2013	2014	2015	2016	2017	
Cifras en UF	Dic	Dic	Dic	Dic	Sept	Promedio
Deuda Financiera (B)	18.141.466	15.816.807	14.332.137	15.221.101	15.401.443	15.782.591
Patrimonio económico (P)	8.964.602	8.315.467	6.447.520	8.023.191	15.184.830	9.387.122
Valor económico (V=B+P)	27.106.068	24.132.274	20.779.657	23.244.292	30.586.273	25.169.713

Estructura de capital (estadística)

Cifras en UF	mínimo	máximo	promedio	mediana	media armónica	desviación standard
Deuda Financiera (B)	14.332.137	18.141.466	15.782.591	15.401.443	15.686.435	1.425.642
Patrimonio económico (P)	6.447.520	15.184.830	9.387.122	8.315.467	8.659.509	3.370.532
Valor económico (V=B+P)	20.779.657	30.586.273	25.169.713	24.132.274	24.731.649	3.779.706

Estructura de capital Objetivo	2013	2014	2015	2016	2017	
	Dic	Dic	Dic	Dic	Sep	Promedio
B/V	0,67	0,66	0,69	0,65	0,50	0,635
P/V	0,33	0,34	0,31	0,35	0,50	0,365
B/P	2,02	1,90	2,22	1,90	1,01	1,736

En resumen, resulta razonable utilizar una estructura de capital objetivo de 1,736

3.8 ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE SALFACORP

3.8.1 Introducción

El Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o Capital Asset Pricing Model (conocido como modelo CAPM) es una de las herramientas más utilizadas en el área financiera para determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo. En la concepción de este modelo trabajaron en forma simultánea, pero separadamente, tres economistas principales: William Sharpe, John Lintner y Jan

Mossin, cuyas investigaciones fueron publicadas en diferentes revistas especializadas entre 1964 y 1966. La inquietud que los atrajo por este tema fue el desarrollo de modelos explicativos y predictivos para el comportamiento de los activos financieros. Todos habían sido influenciados por la Teoría del Portafolio de Harry Markowitz, publicada en 1952 y reformulada en 1959. En ella, Markowitz plantea las ventajas de diversificar inversiones para de esta manera reducir el riesgo. Cabe señalar que la idea de "cartera de inversiones" había sido planteada en 1950 por James Tobin con una medida para predecir el aumento o la caída de la inversión, tema clave para determinar el nivel de empleo y la producción, la "q" de Tobin. Markowitz captó las potencialidades de esta idea en los modelos financieros.

CAPM es el modelo que mayoritariamente es aplicado en valoración de activos financieros, costos de capital (decisiones de inversión futura), fusiones y adquisiciones de empresas, estimación de costos de capital para fijación de precios en industrias reguladas, entre otras.

El CAPM se puede expresar de la siguiente manera:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

Dónde: $E(R_i)$ = Es la tasa de rendimiento esperada de capital sobre el activo i.

R_f = Rendimiento de un activo libre de riesgo.

β_i = Es el Beta (cantidad de riesgo con respecto al Portafolio de Mercado)

R_m = Rendimiento del mercado.

$E(R_m - R_f)$ = Es el exceso de rentabilidad del portafolio de mercados, por sobre el activo libre de riesgo.

El modelo CAPM establece que la rentabilidad esperada de un activo riesgoso es igual a la tasa de rentabilidad del activo libre de riesgo, más un premio por dicho riesgo asumido, dicho premio, es multiplicado por un factor denominado Beta, que mide la sensibilidad del activo riesgoso, por sobre el portafolio de mercado. Mientras más riesgo presente el activo, mayor es la rentabilidad exigida a la inversión. Sin embargo, parte del riesgo de un activo se puede eliminar a través de la diversificación, es decir, invirtiendo adicionalmente en otros activos diversos. La diversificación máxima se

obtiene cuando se invierte en el portfolio de mercado, que es aquel que incluye todos los activos de la economía. Por lo tanto, el mercado exige un premio solamente por aquella parte del riesgo remanente de un activo que no se puede eliminar vía diversificación, que se denomina riesgo sistemático o de mercado y que se mide a través del coeficiente β_i . Este es una medida de cómo “covaría” el retorno del activo en i respecto del retorno de mercado. Como se puede apreciar, una de las características más relevantes del CAPM es que el premio por riesgo $E(R_m - R_f)$ es independiente del grado de aversión al riesgo de cada inversionista individual. El riesgo tiene un premio, que está determinado por el mercado.

En la práctica para la aplicación de CAPM se utilizan datos históricos en donde el portfolio de mercado es representado por un proxy, normalmente un índice amplio de la bolsa de valores que sea representativo del mercado, para nuestro mercado podría ser IPSA o IGPA, y la tasa libre de riesgo se obtiene usualmente de instrumentos de renta fija emitidos por el estado, bonos del Banco Central o de Tesorería General de la Republica. El procedimiento estándar para la determinación del coeficiente de riesgo sistemático del activo i , consiste en efectuar una regresión lineal entre el retorno del activo y el retorno del mercado, utilizando para ello una forma simplificada del modelo CAPM denominada Modelo de Mercado, y que consiste en la siguiente expresión:

$$R_{i,T} = \alpha_i + \beta_i R_{m,T} + e_{i,T}$$

Dónde: $R_{i,T}$ = Retorno del activo i durante el periodo T .

$R_{m,T}$ = Retorno del proxy de mercado durante el periodo T .

$e_{i,T}$ = Residuos.

3.8.2 Estimación del Beta Patrimonial de la compañía:

Para estimar el beta β de la acción de la compañía se realizó una regresión lineal entre los retornos semanales de la acción y el retorno semanal de Índice General de Precios de Acciones de la bolsa de Santiago IGPA, cuya pendiente debe corresponder al β de la acción misma. El periodo de datos usados en la regresión corresponde a los valores semanales entre el primer día hábil de Octubre de 2011, hasta 30 de Septiembre de 2017, utilizando tramos de dos años, donde 2013 representa el periodo de regresión entre Octubre de 2011 a Septiembre 2013, 2014, representa de Septiembre de 2012 a Septiembre de 2014, Y así sucesivamente hasta 2017, que representa de la regresión de Salfacorp e IGPA entre el periodo de Octubre de 2015 al 30 de Septiembre de 2017, fecha en que los estados financieros de la compañía fueros aprobados por el directorio y enviados a la comisión de mercado financiero (ex SVS) y al mercado.

En el siguiente cuadro se presentan los datos obtenidos y su significancia estadística.

Tabla 8 Beta patrimonial últimos 5 años

Periodo	2013 Sept	2014 Sept	2015 Sept	2016 Sept	2017 Nov
Beta	1,7864	1,3205	0,6413	0,5392	1,2575
Presencia Bursátil (%)	100%	90%	76,67%	83,33%	97,22%
P.value	0,0000000	0,0000009	0,0127276	0,0266422	0,0000106
Estadísticamente	significativo	significativo	significativo	significativo	significativo

De la tabla anterior podemos observar que existe una importante diferencia entre los valores beta β obtenidos en los diferentes periodos de análisis, con un máximo de 1,79 en el 2013 a un mínimo de 0,54 en el 2016. Cabe señalar que en los años 2015 y 2016 el beta resultante fue menor a 1, lo cual implicaría que frente a un 1% de variación del retorno de mercado, el retorno de la acción se mueve en menor cuantía. Aun cuando los betas obtenidos son significativos (p value < 0.05), tomar Betas menores a 1 sería ir en contra del sentido común, ya que la industria de la construcción

se ha caracterizado históricamente por tener mayor volatilidad que el mercado. Mayores antecedentes econométricos se encuentran en anexo 5.

Se observa también que a partir del 2014 la presencia bursátil de la acción de la compañía ha disminuido. Una posible explicación radicaría en el poco atractivo para los inversionistas en invertir en una empresa inmersa en una industria con bajas perspectivas de crecimiento, como consecuencia de un débil dinamismo de la demanda interna. El 2013, 2014, y 2017 son años con presencia bursátil por sobre el 90%, y con Beta sobre 1, por ende son potenciales Betas a utilizar para valorizar la compañía, sin embargo, tomaremos el del 2017 (1,2575), ya que es más representativo a lo situación reciente y posiblemente futura. En adición a lo anterior, debemos señalar que la presencia bursátil de la acción de la compañía al último día hábil del año 2017 fue de un 100% revirtiendo la actividad desarrollada en los 3 años anteriores (los 3 años anteriores tuvieron presencia alta...)

3.8.3 Estimación del Costo de Capital

Costo de la Deuda (K_b)

Tomando el método de CAPM y la tasa de costo de la deuda, procedemos a calcular el beta (β_b) de la deuda de la compañía.

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

En donde $(E(R_m) - r_f)$ corresponde al premio por riesgo de mercado o PRM, r_f la tasa libre de riesgo y β_b el beta de la deuda.

En nuestro caso hemos asumido que el costo de la deuda corresponde a la TIR del bono corporativo emitido de más larga duración por la compañía. Esto se da en bono serie BSALF-G cuyo vencimiento es 15 de octubre 2031, y cuya tasa de mercado es de 4,16%.

Para nuestro proceso de valorización de la compañía se supondrán los siguientes valores:

- I. Premio por riesgo de mercado o PRM en 6,06% (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Demorarán, a Julio de 2017).
- II. Tasa de libre riesgo en 1,99% según tasa de bono de Banco Central en Unidades de Fomento a 30 años (BCU-30) al 30 de Septiembre de 2017.

Beta de la Deuda (β_d)

El beta de la deuda lo estimaremos mediante el uso de CAPM:

$$\beta_d = \frac{k_b - r_f}{E(r_m) - r_f}$$

$$\beta_d = \frac{4,16\% - 1,99\%}{6,06\%}$$

$$\beta_d = 0,3581$$

Beta de la Acción $\beta_p^{C/D}$

El beta patrimonial de la acción con deuda (C/D) (según el comportamiento de la acción semanalmente en un periodo de dos años) evaluado a la fecha de autorización por parte del directorio de los informes financieros que es 30 de Septiembre de 2017 fecha en que se informa al mercado los estados al 30 de septiembre del mismo año.

Tabla 9 Beta Patrimonial

Periodo	2013 Sept	2014 Sept	2015 Sept	2016 Sept	2017 Nov
Beta	1,7864	1,3205	0,6413	0,5392	1,2575
Presencia Bursátil (%)	100%	90%	76,67%	83,33%	97,22%
P.value	0,0000000	0,0000009	0,0127276	0,0266422	0,0000106
Estadísticamente	significativo	significativo	significativo	significativo	significativo

Beta Patrimonial Sin Deuda de la Acción $\beta_p^{S/D}$

Para la obtención del beta patrimonial sin deuda de la acción, se procede a desapalancar el beta con deuda de la acción a Septiembre 2017, (**1,2575**). Teniendo a la vista la estructura de capital y tasa de impuesto promedio de los dos últimos años, utilizando el método de Rubinstein (1973), considerando estructura de capital promedio del período, tasa de impuesto corporativo legal estimada mediante el promedio del período de estimación (2 años anteriores).

	Estructura de Capital		
	dic-16	nov-17	Promedio
B/V	0,65	0,50	0,58
P/V	0,35	0,50	0,42
B/P	1,90	1,01	1,376

Variable	Dic 2016	Sep 2017	Promedio
TC Impuesto	24,0%	25,5%	24,75%

Beta patrimonial sin deuda. Desapalancando Rubinstein (1973)

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

$$\beta_p^{S/D} = \frac{1,2575 + 0,3581 \cdot (1 - 0,2475) \cdot 1,376}{(1 + (1 - 0,2475)1,376)}$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,79992$$

Beta patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D} *$

Para obtener el beta patrimonial con deuda, el cual utilizaremos para obtener nuestro costo patrimonial, apalancaremos nuevamente el Beta utilizando el método de Rubinstein sobre la base del beta patrimonial sin deuda que obtuvimos anteriormente (0,79992). Además, consideraremos la tasa de impuesto de largo plazo (27%) y la estructura de capital objetivo, correspondiente al promedio para los últimos 5 periodos corresponde a 1,736.

Tabla 10 Estructura de Capital Objetivo

Estructura de Capital Objetivo						
Variable	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Sept2017	Prom
B/V	0,67	0,66	0,69	0,65	0,50	0,635
P/V	0,33	0,34	0,31	0,35	0,50	0,365
B/P	2,02	1,90	2,22	1,90	1,01	1,736
Tc Tasa de Impuesto	20,0%	21,0%	22,5%	24,0%	25,5%	27,0%
Des apalancar (Ultimos 2 años)						
Estructura de Capital			Promedio	1,38		
Tc			Promedio	24,75%		

Método de Rubinstein para cálculo de beta patrimonial con deuda

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,79992 (1 + (1 - 0,27) 1,736) - 0,3581 (1 - 0,27) 1,736$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,36$$

Por tanto, se obtiene un nuevo beta con deuda de largo plazo: **1,36**

Costo Patrimonial K_p

La tasa de costo patrimonial K_p se ha estimado a partir de la fórmula de CAPM, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa.

$$K_p = E(r) = r_f + \beta_p^{C/D} \cdot (E(r_m) - r_f)$$

$$K_p = 1,99\% + 1,36 \times 6,06\%$$

$$K_p = 0,1023$$

$$K_p = 10,23\%$$

Para el cálculo del costo patrimonial se consideró un premio de riesgo de mercado (PRM) de 6,06% (Damodarán, a Julio de 2017), r_f (tasa libre de riesgo) correspondiente a bono en unidades de fomento a 30 años a tasa de 1.99% (BTU 30 al 30 de Julio 2017).

Costo de Capital K_0

El costo de capital para la compañía se calcula utilizando el costo de capital promedio ponderado (WACC). Asumiendo que tomaremos la tasa de interés del bono a mayor plazo (4,16%) y se mantiene constante en el tiempo la tasa de impuestos es del 27%, la razón deuda/patrimonio objetivo de largo plazo (B/V) es de 0,635 y la razón patrimonio/valor (P/V) de 0,365, se obtiene que:

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

$$WACC = 0,0416 (1 - 0,27) \times 0,635 + (0,1023 \times 0,365)$$

$$WACC = 0,0567$$

$$WACC = UF + 5,67\%$$

3.8.4 Valorización por múltiplos

Una valorización por múltiplos de mercado es un método de estimación del valor de una firma activo a través de su comparación con los valores de mercados de un grupo de sus pares que son comparables con el activo original.

Para generar un grupo de activos comparables es necesario ajustar los valores de mercado de empresas existentes y conocidas de acuerdo a diferentes factores que las hacen diferentes entre sí. A saber, factores contables, geográficos y financieros pero que por si incluyen un factor comparable como por ejemplo participación en una misma industria o segmento de mercado. Los valores de mercado de los miembros del grupo seleccionado son normalizados a valores estándares de acuerdo a un indicador clave. Ejemplo de esto podría ser EBITDA, volumen de venta anual o razón precio-ingresos, precio de mercado y utilidad. Este proceso de normalización genera múltiplos de valoración.

El múltiplo de valoración generado se aplica al estadígrafo elegido y se hacen nuevos ajustes de acuerdo a las diferencias inherentes entre la empresa valorada y su grupo de pares. Estos ajustes llevan a una valorización confiable y efectiva de la empresa o activo. Para empresas en marcha los múltiplos más utilizados son los múltiplos de EBITDA. Para empresas abiertas en bolsa uno de los más usados es el Firm Value EV / EBITDA en conjunto con el PER (o Price to Earnings Ratio).

En cuadro siguiente, se encuentra los valores de las empresas comparables a Septiembre para los años 2016 y 2017 que son la base de conformación de ratios comparables:

Tabla 11 Valores comparables de la industria

Valores de los comparables Industria.

Industria	besalco		Paz		Socovesa	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Precio de mercado accion	294,75	654,41	477,29	1049	201,51	400,71
Ganancia por accion	14,48	17,07	41,30	73,17	19,73	14,97
Utilidad a sept	8.341.561.000	9.836.582.000	11.702.000.000	20.733.000.000	24.148.723.000	18.316.220.000
nro de acciones	576.172.664	576.172.664	283.369.203	283.369.203	1.223.935.691	1.223.935.691
valor de mercado de capital	169.826.892.714	377.053.153.048	135.249.286.900	297.254.293.947	246.635.281.093	490.443.270.741
deuda total a sept	275.332.267.000	233.425.101.000	185.064.351.000	178.390.067.000	398.224.485.000	412.915.886.000
Efectivo y ef equivalente a 9/16	18.115.961.000	29.443.017.000	23.677.182.000	21.467.653.000	18.044.497.000	8.413.006.000
EBITDA	35.229.000.000	37.753.768.000	15.169.000.000	31.285.000.000	38.875.930.000	37.178.751.000
EBIT	20.093.096.000	22.328.258.000	14.578.000.000	30.730.000.000	38.274.070.000	36.653.469.000
valor contable (libro)	620.863.998.000	590.220.278.000	393.126.162.000	386.976.184.000	864.248.562.000	868.850.251.000
Book equity	188.825.948.000	198.206.493.000	144.137.166.000	164.175.112.000	301.506.300.000	317.814.349.000
FCF	19.774.646.000	29.443.017.000	23.677.182.000	21.467.653.000	18.044.497.000	8.413.006.000
valor contable plusvalia	1.581.546.000	1.581.546.000	940.791.000	596.944.000	12.900.421.000	12.900.421.000
ingresos	273.147.705.000	309.267.369.000	59.788.000.000	131.634.000.000	210.353.820.000	225.897.766.000
EV	427.043.198.714	581.035.237.048	296.636.455.900	454.176.707.947	626.815.269.093	894.946.150.741
PBE	0,90	1,90	0,94	1,81	0,82	1,54
book ratio	0,72	1,03	0,81	1,23	0,75	1,04
PS	0,62	1,22	2,26	2,26	1,17	2,17
VS	1,56	1,88	4,96	3,45	2,98	3,96
PE	20,36	38,33	11,56	14,34	10,21	26,78

En anexo 6 se encuentran los estados financieros de las empresas comparables.

Con los datos anteriores se procedió a completar los ratios bases para obtener una batería de ratios a considerar para la conformación de múltiplos más apropiados según la industria a la que pertenece la compañía y corresponden a los siguientes:

Tabla 12 Múltiplos históricos y promedios

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016			2017			Promedio
		BESALCO	PAZ	SOCOYESA	BESALCO	PAZ	SOCOYESA	
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	20,36	11,56	14,34	38,33	14,34	26,78	20,95
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12,12	19,56	16,12	15,39	14,52	24,07	16,96
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	21,25	20,35	16,38	26,02	14,78	24,42	20,53
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,90	0,94	0,82	1,90	1,81	1,54	1,32
	VALUE TO BOOK RATIO	0,72	0,81	0,75	1,03	1,23	1,04	0,93
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,62	2,26	1,17	1,22	2,26	2,17	1,62
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,56	4,96	2,98	1,88	3,45	3,96	3,13
Multiplo	Enterprices Value /Free Cash Flow (EV/FCF)	21,60	12,53	34,74	19,73	21,16	106,38	36,02

La compañía se encuentra en una industria específica que es construcción y según las recomendaciones para esta industria realizada por Damodarán y Pablo Fernández existen múltiplos más apropiados que representan de mejor manera la valorización para esta segmento comercial. A continuación pasamos a señalar los múltiplos que utilizaremos para nuestra empresa en estudio:

Múltiplos más utilizados en distintos sectores

Sector	Múltiplos mas utilizados
Construcción	P/Cfac. , EV/FCF , PER y EV/EBITDA

Fuente valorización por Múltiplos de Pablo Fernández

Valor de la empresa / EBITDA. Enterprise Value to EBITDA(EV/EBITDA).

EV/EBITDA = Valor de la empresa / Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

Este ratio compara el valor de la empresa (valor de la deuda financiera - caja + valor bursátil de patrimonio) dividido por los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA). Este indicador mide el número de veces que debe repetirse el EBITDA hasta alcanzar el valor de la empresa (EV). El índice mientras menor sea, supone que una empresa es más eficiente al generar beneficios por encima de los recursos invertidos. Es decir se obtiene más beneficios por “unidad” de valor de la empresa.

Price Earnings Ratio (PER).

PER= capitalización burzátil / beneficio neto total = precio de la acción / beneficio por acción

Este ratio compara el valor de la capitalización bursátil dividido por el beneficio neto total. Este índice lo podríamos comparar con los valores de los años anteriores para así poder obtener datos que nos facilitaran el análisis de los objetivos de beneficios o pérdidas fijadas por la empresa. El índice muestra el valor real de la compañía que se ve reflejado en el precio de mercado de la acción, así con un índice que esta entre 0-10 puede darse el caso de que la acción se encuentre infravalorada o que las expectativas de los beneficios de la empresa no sean buenos. Con un índice entre 10-17 suele ser para la mayoría de empresas el más adecuado y podría reflejar el equilibrio precio acción y valor de la compañía y por otro lado, con un índice de 17-25 puede deberse a que los inversores prevén una subida de los beneficios próxima o que la acción se encuentra sobrevalorada. Mayor a 25 el índice indica que se debe principalmente a que los precios están inflados, habitualmente por grandes expectativas de crecimiento de los beneficios futuros.

Valor de la empresa / Free Cash Flow. Enterprise Value to Unlevered Free Cash Flow (EV/FCF).

$EV/FCF = \text{Valor de la empresa} / (\text{beneficio antes de intereses e impuestos} + \text{depreciaciones} + \text{amortizaciones} - \text{incremento en necesidades operativas de fondos} - \text{inversiones de activos})$

Este ratio Enterprise Value to Unlevered Free Cash relaciona el valor de la empresa (cotización bursátil) con el beneficio antes de intereses e impuestos, depreciaciones, amortizaciones y aumento de las NOF (Necesidades operativas de fondos). Este ratio compara la valoración de la empresa, en este caso, con su capacidad de generar flujo de caja. Cuanto menor sea la relación entre el valor de la empresa a sus cifras de flujo de caja libre, nos está diciendo que más rápido puede reinvertir en el negocio.

Habitualmente empresas con ratios por debajo de 7, son empresas muy rentables, pero pueden ocultar algún tipo de problema ya que quiere decir que con la caja que generan, podrían pagar sus deudas en menos de 7 años. Ratios de valoración cash flow. Sin embargo un ratio alto, probablemente está indicando que la empresa está sobrevaluada.

Como todos los ratios de valoración, (PER EV/FCF), nos sirve para comparar entre empresas del mismo sector y tomar decisiones de inversión entre un grupo de empresas, buscando la que más infravalorada se encuentre.

Los indicadores antes descritos serán utilizados posteriormente para obtener una estimación del valor de la compañía a analizar. El procedimiento es elegir empresas comprables, que trancen en bolsa, y que por ende se puede obtener información de su valor de mercado, esta información, será útil en la medida que se puedan utilizar en conjunto con información pública de sus EERR y balances consolidados para obtener “múltiplos” que refleja un multiplicador de cuantas veces cabe uno las cuentas de resultado o balance en el valor de mercado del patrimonio o de la empresa. Posteriormente se utilizan estos múltiplos para obtener el valor estimado de la compañía, utilizando los múltiplos obtenidos, pero esta vez utilizándolos con los datos de resultado o balance de la empresa de estudio (Salfacorp). Los múltiplos más utilizados son:

Tabla 11 Múltiplos

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of
	VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues
MULTIPLO FLUJO CAJA	Enterprices Value /Free Cash Flow (EV/FCF)	Market Value of Equity/Free cash flow

Tal como lo mencionamos en puntos anteriores, las empresas de referencia elegidas son Paz Corp, Besalco, y Socovesa, la selección de estas compañías se basa en que todas estas tranzan en bolsa, pertenecen al segmento CONST. & INMOB. De la bolsa de Comercio de Santiago y tienen peso importante en el IPSA. Por otro lado el rubro de construcción e inmobiliaria son aquellos que tienen mayor peso e incidencia

en la operación y generación de flujos de estas. Por último, tienen similar crecimiento, flujo de caja libre y riesgo.

Tabla 12 Valores de la compañía

Valores de la compañía:

ITEM CONTABLE	2017 (a Septiembre)
UTILIDAD POR ACCIÓN	28,95
EBITDA	33.508.000.000
EBIT	25.831.800.000
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	357.127.090.000
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	370.661.648.000
VENTAS POR ACCIÓN	1.082,33
VENTAS	486.940.922.000

Con la información del cuadro de valores comparables de la industria, obtenemos los múltiplos recomendados para el sector construcción, y que corresponde a los siguientes:

- a) Múltiplos PER (Price earning ratio), donde se divide precio de mercado de la acción / utilidad por acción
- b) EV/EBITDA
- c) EV/FCF

3.9 VALORACION ECONOMICA Y PRECIO ESTIMADO DE LA ACCION

El valor económico total de los flujos que generan de manera permanente los activos de la compañía se ha calculado de la siguiente forma:

3.9.1 Múltiplos:

Según la determinación de los múltiplos utilizados, el resultado obtenido de los múltiplos comparables es el siguiente:

Tabla 13 determinación de múltiplos empresas comparables

Multiplo	2016			2017		
	BESALCO	PAZ	SOCOVESA	BESALCO	PAZ	SOCOVESA
PER	20,36	11,56	14,34	38,33	14,34	26,78
EV/EBITDA	12,12	19,56	16,12	15,39	14,52	24,07
EV/FCF	21,60	12,53	34,74	19,73	21,16	106,38

Multiplo	Promedio simple	Promedio armonico	Promedio Besalco	Promedio Paz	Promedio Socovesa	Media	Media Armonica
PER	20,95	17,72	29,35	12,95	20,56	20,95	18,76
EV/EBITDA	16,96	16,17	13,76	17,04	20,10	16,96	16,56
EV/FCF	36,02	22,88	20,66	16,84	70,56	36,02	24,60

*Los números son veces o X

Dando como resultado los siguientes múltiplos calculados mediante la media armónica del promedio de los múltiplos seleccionados a Septiembre de los años 2016 y 2017 de las empresas comparables.

Finalmente en la siguiente tabla se aprecia el valor de estimado de la compañía, estimado mediante cada uno de los múltiplos elegidos. Posteriormente, se ha calculado un promedio de la valorización estimada que nos da cada múltiplo, obtenemos que el valor estimado de la empresa corresponda a \$ 406.587.473.436, que es prácticamente igual al MarketCap \$ 413.908.724.040. Esta valorización fue realizada utilizando la

cotización bursátil de las empresas comparables al 30 de Septiembre de 2017 para comparar en igualdad de condiciones con Flujo de caja Libre. El cálculo de valorización por múltiplos con cotización bursátil de comparables al 30 de Septiembre se adjunta en anexo 7

Tabla 14 Determinacion de valorizacion por multiplos

	Estimación
Salfacorp	
PER	244.235.844.579
EV/EBITDA	309.020.313.969
EV/FCF	666.506.261.760
Valor	406.587.473.436
MarketCAP	413.908.724.040

Con lo anterior teniendo presente que la cantidad total de acciones emitidas y pagadas es de 449.900.787 acciones, obtenemos una valorización de \$ 406.587.473.436 por método de múltiplos lo que se traduce en un valor de \$ 903,73 por acción.

3.10 CONCLUSIONES.

La valoración de la compañía se realizó en un periodo inestable y con años de pérdida de productividad en el sector construcción debido principalmente por incertidumbre en la inversión en infraestructura y menor actividad inmobiliaria con aumentos de stock de viviendas y departamentos lo que repercute en menores ingresos. El incierto escenario político, tasa de interés históricamente bajas en el país, inflación estable en torno al 3% y menor Backlog de proyectos en comparación a años anteriores no logran aportar indicios que den una luz hacia el crecimiento del sector que ha descendido constantemente en los últimos 3 años, lo cual es coherente con la actividad macroeconómica débil al tercer trimestre del año 2017 en nuestro país.

Salfacorp es una de las principales empresas de Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria de Chile, con cerca de 90 años de historia en el sector Construcción, la que ha participado en grandes hitos en el crecimiento del país. No obstante lo anterior, la compañía se encuentra inmersa en un sector de alto riesgo, fuerte apalancamiento financiero y muy dependiente del ciclo económico interno.

La compañía ha sido golpeada por el ciclo económico bajo, lo cual se ve reflejado en las mayores exigencias de la banca al financiamiento de casas y departamentos afectando fuertemente la decisión de las personas a invertir, esto sumado a la débil inversión en proyectos de infraestructura privada en Chile hacen que la compañía cuente con fuertes descensos en sus ingresos en los años anteriores y asuma un crecimiento en ventas o continúe su descenso dependiendo fuertemente del resultado electoral de finales de año.

Con todo lo anterior nuestra valorización se realizó en base a supuestos antes descrito en este informe y mediante dos modelos de valorización Flujo de caja descontado y Múltiplos. Nuestro punto de comparación se situó al 30 de Septiembre de 2017. Teniendo presente la alta volatilidad del precio de la acción por los factores antes indicados podemos apreciar que el valor de la acción de la compañía para el último día hábil de Septiembre (29/09/17) fue de \$ 920 . Este último valor incluye todas las variables de mercado que afectan la perspectiva de los inversionistas puesto que los estados financieros de Septiembre no contenía los resultados esperados por el

mercado y el resultado de la primera vuelta electoral tampoco fue auspicioso como el mercado esperaba.

Mediante el método de por múltiplos se estimó una valorización de la compañía que asciende a \$ 406.587.473.436 lo que equivale a un valor de \$ 903,73 por acción, es decir una diferencia de aproximadamente un 1,77% bajo el precio de referencia., utilizando los múltiplos como PER, EV/EBITDA y EV/FCF, que son aquellos múltiplos que han demostrado solidez en los resultados obtenidos en este tipo de industria.

Con lo anterior, se debe tener presente que la valorización podría verse afectada fuertemente ante los cambios políticos que se avecinan en los próximos meses pudiendo aumentar drásticamente su valorización o caer fuertemente la misma lo cual dependerá de cómo el mercado internalice estos cambios.

REFERENCIAS

Obtención de información financiera, bursátil y comercial desde sitios web:

1. Comisión para el mercado financiero (Chile) Ex SVS; <http://www.cmfchile.cl>
Información financiera oficial EERR, FECU.
2. Cámara Chilena de la Construcción; <http://www.cchc.cl/> ; Informe MACH, IMACON, estadísticas del sector, análisis de mercado inmobiliario.
3. Sitio web corporativo de Salfacorp, <http://www.salfacorp.cl/> ; estados financieros razonados y memorias de estados financieros
4. Sitios web de empresas comparables: <http://www.besalco.cl/> ; <http://www.socovesa.cl/> ; <http://www.paz.cl/>. estados financieros razonados y memorias de estados financieros
5. Banco Central de Chile. <http://www.bcentral.cl> ; información macroeconómica, PIB, Inflación y antecedentes sectoriales.
6. Bolsa de Comercio de Santiago. <http://www.bolsadesantiago.cl> Información bursátil
7. .FitchRatings. <http://www.fitchratings.com>
8. Maquieira V., Carlos. Libro Finanzas Corporativas. Teoría y Práctica. Editorial Thompson Reuters (2015)
9. Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos, paper profesor Pablo Fernández, IESE Business School
10. Aswath Damodaran. Finanzas Corporativas Aplicadas, 1ra Ed. Wiley.
11. Aswath Damodaran (2001). The Cost of Illiquidity. (apuntes de clases)
12. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
13. Gonzalez, Marcelo. Notas de Clase: Valoración por Flujo de Caja Descontado.

ANEXOS

Anexo 1 Estados Financieros de Salfacorp años 2013 a 2017(septiembre)

ESTADOS DE SITUACION FINANCIERA

	2013	2014	2015	2016	2017 - 09
ACTIVOS	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.307	1.134	1.752	1.517	1.016
Otros activos financieros, corrientes	138	20	148	36	37
Otros activos no financieros, corrientes	166	239	280	170	247
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	9.508	6.801	6.504	6.442	6.330
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	2.268	2.154	1.235	1.395	1.357
Inventarios	9.209	7.050	5.149	3.903	3.405
Activos por impuestos, corrientes	954	1.020	1.054	1.166	1.310
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	23.552	18.417	16.122	14.628	13.702
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	23.552	18.417	16.122	14.628	13.702
Otros activos financieros, no corrientes	101	227	83	61	47
Otros activos no financieros, no corrientes	72	113	111	109	108
Derechos por cobrar, no corrientes	119	103	96	84	747
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no corrientes	914	1.048	1.147	840	1.063
Inventario no corriente	4.582	4.420	8.867	9.930	10.733
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.159	1.584	1.876	2.047	2.103
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2.966	2.771	2.614	2.527	2.482
Plusvalía	954	892	854	814	805
Propiedades, Planta y Equipo	3.140	2.577	2.188	1.849	1.929
Propiedad de inversión	2.195	1.870	511	399	124
Activos por impuestos diferidos	1.504	2.094	2.221	2.342	2.359
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	18.706	17.699	20.569	21.003	22.501
TOTAL DE ACTIVOS	42.258	36.116	36.691	35.632	36.202

PASIVOS

Otros pasivos financieros, corrientes	9.702	9.597	7.729	9.329	7.413
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	6.221	4.280	5.565	4.566	4.546
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, corrientes	161	433	860	425	342
Otras provisiones, corrientes	32	28	36	57	56
Pasivos por Impuestos, corrientes	833	601	483	462	291
Otros pasivos no financieros, corrientes	1.019	522	1.265	610	1.103
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	17.969	15.461	15.937	15.449	13.751
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	17.969	15.461	15.937	15.449	13.751
Otros pasivos financieros, no corrientes	8.439	6.220	6.603	5.893	7.988
Otras cuentas por pagar, no corrientes	14	23	26	26	22
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, no corrientes	391	47	44	20	38
Otras provisiones, no corrientes	653	656	337	459	451
Pasivo por impuestos diferidos	852	927	919	865	906
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	10.349	7.873	7.928	7.262	9.406
TOTAL PASIVOS	28.319	23.334	23.866	22.711	23.157
Capital emitido	7.893	7.470	7.178	6.982	6.902
Ganancias (pérdidas) acumuladas	5.511	5.634	6.034	6.519	6.786
Primas de emisión	-	-	-	-	-
Acciones propias en cartera	-	-	-	-	-
Otras participaciones en el patrimonio	-	-	-	-	-
Otras reservas	- 325 -	286 -	363 -	296 -	329
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	13.079	12.818	12.850	13.206	13.358
Participaciones no controladoras	1.139	295	309	41	39
TOTAL PATRIMONIO	14.218	13.114	13.158	13.247	13.397
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS	42.537	36.448	37.024	35.958	36.554

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION	2013	2014	2015	2016	2017 - 09
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Ingresos de actividades ordinarias	45.463	35.050	24.403	26.448	18.267
Costo de ventas	41.121	30.770	21.337	23.790	16.555
Ganancia bruta	4.342	4.280	3.066	2.658	1.712
Otros ingresos, por función	126	38	23	10	7
Costos de distribución	- 134	- 108	- 90	- 63	- 43
Gasto de administración	- 2.259	- 1.932	- 1.528	- 1.308	- 1.010
Otros gastos, por función	- 64	- 31	- 7	- 2	- 3
Otras ganancias (pérdidas)	- 3	- 15	- 16	- 25	- 1
Ganancia (pérdida) de actividades operacionales	2.007	2.231	1.481	1.270	665
Ingresos financieros	108	103	55	60	26
Costos financieros	- 712	- 523	- 399	- 468	- 287
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	301	- 99	183	305	236
Diferencias de cambio	- 1	104	36	16	0
Resultados por unidades de reajuste	- 198	- 479	- 135	- 69	- 48
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.505	1.337	1.221	1.081	592
Gasto por impuestos a las ganancias	- 223	- 131	- 248	- 122	- 104
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.282	1.206	973	959	489
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	1.282	1.206	973	959	489
GANANCIA POR PERDIDA (UT PERDIDA DEL EJERCICIO)	1.282	1.206	973	959	489

Indicadores	2013	2014	2015	2016	2017 - 09
Margen Bruto	10%	12%	13%	10%	9%
Gav/Margen Bruto	52%	45%	50%	49%	59%
Gav/Ingresos	5%	6%	6%	5%	6%
Margen Operacional	4%	6%	6%	5%	4%
Margen Neto	30%	28%	32%	36%	29%

	2013	2014	2015	2016	2017 - 09
ACTIVOS	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	23.552	18.417	16.122	14.628	13.702
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	18.706	17.699	20.569	21.003	22.501
TOTAL ACTIVOS	42.258	36.116	36.691	35.632	36.202
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	17.969	15.461	15.937	15.449	13.751
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	10.349	7.873	7.928	7.262	9.406
TOTAL PATRIMONIO	14.218	13.114	13.158	13.247	13.397
TOTAL PASIVOS MAS PATRIMONIO	42.537	36.448	37.024	35.958	36.554

Anexo 2 Indicadores para determinar crecimiento pasado de la industria

	2012 MUF	2013 MUF	2014 MUF	2015 MUF	2016 MUF	2016 - 09 MUF	2017 - 09 MUF
SALFACORP							
Ingresos de actividades ordinarias	48.321	45.463	35.050	24.403	26.448	18.437	18.267
Ganancia bruta	4.049	4.342	4.280	3.066	2.658	1.796	1.712
Resultado operacional	0	2.007	2.231	1.481	1.270	754	665
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.245	1.505	1.337	1.221	1.081	443	592
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.126	1.282	1.206	973	959	393	489
BESALCO							
Ingresos de actividades ordinarias	16.894	16.830	12.861	15.245	15.051	10.416	11.602
Ganancia bruta	1.928	1.205	616	1.942	1.741	1.075	1.028
Resultado operacional	0	423	-167	1.355	1.302	749	760
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.214	354	-673	955	816	387	475
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.010	362	-478	752	555	318	369
SOCOVESA							
Ingresos de actividades ordinarias	14.492	13.555	16.029	14.185	13.039	8.021	8.474
Ganancia bruta	2.805	3.061	4.171	4.139	3.882	2.387	2.430
Resultado operacional	0	1.591	2.361	2.074	2.455	1.149	1.155
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	807	849	1.602	1.478	2.098	1.073	890
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	724	713	1.431	1.298	1.554	921	687
PAZCORP							
Ingresos de actividades ordinarias	5.003	3.787	5.102	7.612	4.244	2.280	4.938
Ganancia bruta	1.310	951	1.491	2.502	1.379	828	1.449
Resultado operacional	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	336	574	1.096	2.005	941	491	968
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	272	472	914	1.526	788	446	778

	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
variación porcentual						
SALFACORP						
Ingresos de actividades ordinarias	-5,91%	-22,90%	-30,38%	8,38%	-0,92%	-10,35%
Ganancia bruta	7,23%	-1,42%	-28,36%	-13,29%	-4,67%	-8,10%
Resultado operacional						
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	20,89%	-11,16%	-8,69%	-11,50%	33,64%	4,64%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	13,86%	-5,93%	-19,33%	-1,41%	24,36%	2,31%
BESALCO						
Ingresos de actividades ordinarias	-0,38%	-23,58%	18,53%	-1,27%	11,39%	0,94%
Ganancia bruta	-37,52%	-48,89%	215,44%	-10,37%	-4,42%	22,85%
Resultado operacional						
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	-70,81%	-289,95%	-241,77%	-14,52%	22,65%	-118,88%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	-64,17%	-232,12%	-257,40%	-26,22%	16,01%	-112,78%
SOCOVELSA						
Ingresos de actividades ordinarias	-6,46%	18,25%	-11,50%	-8,08%	5,65%	-0,43%
Ganancia bruta	9,13%	36,24%	-0,76%	-6,21%	1,80%	8,04%
Resultado operacional						
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5,21%	88,69%	-7,76%	41,95%	-17,04%	22,21%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	-1,52%	100,81%	-9,33%	19,75%	-25,38%	16,87%
PAZCORP						
Ingresos de actividades ordinarias	-24,30%	34,72%	49,19%	-44,25%	116,60%	26,39%
Ganancia bruta	-27,39%	56,74%	67,76%	-44,89%	75,10%	25,46%
Resultado operacional						
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	70,96%	90,97%	82,90%	-53,07%	97,18%	57,79%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	73,53%	93,68%	66,98%	-48,35%	74,31%	52,03%
Promedio de la industria para el periodo 2013-2017(sep)						
	Salfacorp	besalco	socovesa	pazcorp	Promedio	
Ingresos de actividades ordinarias	-10,35%	0,94%	-0,43%	26,39%	4,14%	
Ganancia bruta	-8,10%	22,85%	8,04%	25,46%	12,06%	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4,64%	-118,88%	22,21%	57,79%	-8,56%	
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	2,31%	-112,78%	16,87%	52,03%	-10,39%	
Participacion en IPSA 26/12/2016	36,90%	15,30%	27,90%	19,90%	100,00%	
Ingresos según participacion CONST. & INMOB.	-3,82%	0,14%	-0,12%	5,25%	1,46%	

ANEXO 3 Estado de resultados por empresa operativa años 2013 al 2017(septiembre) Salfacorp

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION	2013 Enero a Diciembre MUF						
	Total consolidado	Ingeniería y Construcción	Inmobiliaria Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Otros Salfacorp	Ajustes
Ingresos de actividades ordinarias	45.463	32.106	13.970	-	-	48 -	662
Costo de ventas	41.121	29.040	12.636	-	-	43 -	599
Ganancia bruta	4.342	3.066	1.334	-	-	5 -	63
Otros ingresos, por función	126	89	39	-	-	0 -	2
Costos de distribución	- 134 -	95 -	41	-	- -	0	2
Gasto de administración	- 2.259 -	1.595 -	694	-	- -	2	33
Otros gastos, por función	- 64 -	45 -	20	-	- -	0	1
Otras ganancias (pérdidas)	- 3 -	2 -	1	-	- -	0	0
Ganancio (pérdida) Operacional	2.007	1.418	617	-	-	2 -	29
Ingresos financieros	108	76	33	-	-	0 -	2
Costos financieros	- 712 -	503 -	219	-	- -	1	10
Resultado financiero neto	- 605 -	427 -	186	-	- -	1	9
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	301	213	92	-	-	0 -	4
Diferencias de cambio	- 1 -	1 -	0	-	- -	0	0
Resultados por unidades de reajuste	- 198 -	140 -	61	-	- -	0	3
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.505	1.063	463	-	-	2 -	22
Gasto por impuestos a las ganancias	- 223 -	158 -	69	-	- -	0	3
GANANCIA POR PERDIDA (UTILIDAD PERDIDA DEL EJERCICIO)	1.282	905	394	-	-	1 -	19

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION	2014 Enero a Diciembre MUF						
	Total consolidado	Construcción	Inmobiliaria Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Otros Salfacorp	Ajustes
Ingresos de actividades ordinarias	35.050	24.502	10.684	-	-	111 -	247
Costo de ventas	30.770	21.510	9.379	-	-	98 -	217
Ganancia bruta	4.280	2.992	1.305	-	-	14 -	30
Otros ingresos, por función	38	27	12	-	-	0 -	0
Costos de distribución	- 108 -	76 -	33	-	- -	0	1
Gasto de administración	- 1.932 -	1.351 -	589	-	- -	6	14
Otros gastos, por función	- 31 -	22 -	10	-	- -	0	0
Otras ganancias (pérdidas)	- 15 -	10 -	5	-	- -	0	0
Ganancio (pérdida) Operacional	2.231	1.560	680	-	-	7 -	16
Ingresos financieros	103	72	31	-	-	0 -	1
Costos financieros	- 523 -	366 -	159	-	- -	2	4
Resultado financiero neto	- 420 -	294 -	128	-	- -	1	3
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	- 99 -	69 -	30	-	- -	0	1
Diferencias de cambio	104	73	32	-	-	0 -	1
Resultados por unidades de reajuste	- 479 -	335 -	146	-	- -	2	3
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.337	935	408	-	-	4 -	9
Gasto por impuestos a las ganancias	- 131 -	92 -	40	-	- -	0	1
GANANCIA POR PERDIDA (UTILIDAD PERDIDA DEL EJERCICIO)	1.206	843	368	-	-	4 -	9

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION	2015 Enero a Diciembre MUF						
	consolidado	Construcción	a Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Otros Salfacorp	Ajustes
Ingresos de actividades ordinarias	24.403	17.665	4.628	4.415	613	271	- 3.190
Costo de ventas	21.337	15.446	4.047	3.861	536	237	- 2.789
Ganancia bruta	3.066	2.220	581	555	77	34	- 401
Otros ingresos, por función	23	17	4	4	1	0	- 3
Costos de distribución	- 90	- 65	- 17	- 16	- 2	- 1	12
Gasto de administración	- 1.528	- 1.106	- 290	- 276	- 38	- 17	200
Otros gastos, por función	- 7	- 5	- 1	- 1	- 0	- 0	1
Otras ganancias (pérdidas)	16	12	3	3	0	0	- 2
Ganancio (pérdida) Operacional	1.481	1.072	281	268	37	16	- 194
Ingresos financieros	55	40	11	10	1	1	- 7
Costos financieros	- 399	- 289	- 76	- 72	- 10	- 4	52
Resultado financiero neto	- 344	- 249	- 65	- 62	- 9	- 4	45
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	183	133	35	33	5	2	- 24
Diferencias de cambio	36	26	7	7	1	0	- 5
Resultados por unidades de reajuste	- 135	- 98	- 26	- 24	- 3	- 1	18
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.221	884	232	221	31	14	- 160
Gasto por impuestos a las ganancias	- 248	- 180	- 47	- 45	- 6	- 3	32
GANANCIA POR PERDIDA (UTILIDAD PERDIDA DEL EJERCICIO)	973	704	184	176	24	11	- 127

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION	2016 Enero a Diciembre MUF						
	consolidado	Construcción	a Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Otros Salfacorp	Ajustes
Ingresos de actividades ordinarias	26.448	19.953	3.193	5.117	1.290	299	- 3.403
Costo de ventas	23.790	17.947	2.872	4.602	1.161	269	- 3.061
Ganancia bruta	2.658	2.006	321	514	130	30	- 342
Otros ingresos, por función	10	7	1	2	0	0	- 1
Costos de distribución	- 63	- 48	- 8	- 12	- 3	- 1	8
Gasto de administración	- 1.308	- 987	- 158	- 253	- 64	- 15	168
Otros gastos, por función	- 2	- 2	- 0	- 0	- 0	- 0	0
Otras ganancias (pérdidas)	- 25	- 19	- 3	- 5	- 1	- 0	3
Ganancio (pérdida) Operacional	1.270	958	153	246	62	14	- 163
Ingresos financieros	60	45	7	12	3	1	- 8
Costos financieros	- 468	- 353	- 57	- 91	- 23	- 5	60
Resultado financiero neto	- 409	- 308	- 49	- 79	- 20	- 5	53
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	305	230	37	59	15	3	- 39
Diferencias de cambio	- 16	- 12	- 2	- 3	- 1	- 0	2
Resultados por unidades de reajuste	- 69	- 52	- 8	- 13	- 3	- 1	9
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.081	815	130	209	53	12	- 139
Gasto por impuestos a las ganancias	- 122	- 92	- 15	- 24	- 6	- 1	16
GANANCIA POR PERDIDA (UTILIDAD PERDIDA DEL EJERCICIO)	959	724	116	186	47	11	- 123

ESTADO DE RESULTADO POR FUNCION	2017 Enero a Septiembre MUF						
	Total consolidado	Ingenieria y Construcc	Inmobiliaria Aconcagua	Edificacion	Rentas y Desarrollo	Otros Salfacorp	Ajustes
Ingresos de actividades ordinarias	18.267	14.957	2.122	2.612	255	244	- 1.923
Costo de ventas	16.555	13.555	1.924	2.367	231	221	- 1.743
Ganancia bruta	1.712	1.402	199	245	24	23	- 180
Otros ingresos, por función	7	6	1	1	0	0	- 1
Costos de distribución	- 43	- 36	- 5	- 6	- 1	- 1	- 5
Gasto de administración	- 1.010	- 827	- 117	- 144	- 14	- 13	- 106
Otros gastos, por función	- 3	- 2	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
Otras ganancias (pérdidas)	1	1	0	0	0	0	- 0
Ganancio (pérdida) Operacional	665	544	77	95	9	9	- 70
Ingresos financieros	26	21	3	4	0	0	- 3
Costos financieros	- 287	- 235	- 33	- 41	- 4	- 4	- 30
Resultado financiero neto	- 261	- 213	- 30	- 37	- 4	- 3	- 27
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	236	193	27	34	3	3	- 25
Diferencias de cambio	0	0	0	0	0	0	- 0
Resultados por unidades de reajuste	- 48	- 40	- 6	- 7	- 1	- 1	- 5
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	592	485	69	85	8	8	- 62
Gasto por impuestos a las ganancias	- 104	- 85	- 12	- 15	- 1	- 1	- 11
GANANCIA POR PERDIDA (UTILIDAD PERDIDA DEL EJERCICIO)	489	400	57	70	7	7	- 51

Anexo 4 Composición de Propiedad Planta y Equipos de Salfacorp

La composición del rubro propiedad planta y equipo al 30 de Septiembre de 2017 y al 31 de Diciembre de 2016 es la siguiente:

Clases de Propiedades, Plantas y Equipos, Neto	Al 30-09-2017 M\$	Al 31-12-2016 M\$
Terrenos	6.014.545	6.534.668
Edificios	2.728.753	1.323.156
Planta y equipos	33.047.386	30.723.926
Equipamiento de tecnologías de la información	740.572	737.142
Instalaciones fijas y accesorios	2.286.696	2.450.626
Vehículos de motor	6.478.291	6.787.588
Otras propiedades, plantas y equipos	130.305	168.628
Total propiedades, planta y equipos, Neto	51.426.548	48.725.734

Clases de Propiedades, Plantas y Equipos, Bruto	Al 30-09-2017 M\$	Al 31-12-2016 M\$
Terrenos	6.014.545	6.534.668
Edificios	4.523.069	3.393.579
Planta y equipos	78.991.173	73.639.195
Equipamiento de tecnologías de la información	4.293.413	4.047.683
Instalaciones fijas y accesorios	5.065.922	5.498.318
Vehículos de motor	17.271.026	18.840.842
Otras propiedades, plantas y equipos	941.670	1.135.344
Total propiedades, planta y equipos, Bruto	117.100.818	113.089.629

Depreciación acumulada y deterioro, propiedades planta y equipo	Al 30-09-2017 M\$	Al 31-12-2016 M\$
Edificios	(2.268.088)	(2.070.423)
Planta y equipos	(45.542.658)	(42.915.269)
Equipamiento de tecnologías de la información	(3.480.198)	(3.310.541)
Instalaciones fijas y accesorios	(2.779.226)	(3.047.692)
Vehículos de motor	(10.792.735)	(12.053.254)
Otras propiedades, plantas y equipos	(811.365)	(966.716)
Total depreciación acumulada y deterioro, propiedades, plantas y equipos	(65.674.270)	(64.363.895)

Análisis de depreciación sobre valor activo neto:

Clases de Propiedades, Plantas y Equipos	BRUTO		Depreciación		NETO	
	al 30/09/17 M\$	al 31/12/17 M\$	al 30/09/17 M\$	al 31/12/17 M\$	al 30/09/17 M\$	al 31/12/17 M\$
Terrenos	6.014.545	6.534.668	-	-	6.014.545	6.534.668
Edificios	4.523.069	3.393.579	- 2.268.088	- 2.070.423	2.728.753	1.323.156
Planta y equipos	78.991.173	73.639.195	-45.542.658	-42.915.269	33.047.386	30.723.926
Equipamiento de tecnologías de la información	4.293.413	4.047.683	- 3.480.198	- 3.310.541	740.572	737.142
Instalaciones fijas y accesorios	5.065.922	5.498.318	- 2.779.226	- 3.047.692	2.286.696	2.450.626
Vehículos de motor	17.271.026	18.840.842	-10.792.735	-12.053.254	6.478.291	6.787.588
Otras propiedades, plantas y equipos	941.670	1.135.344	- 811.365	- 966.716	130.305	168.628
Total propiedades, planta y equipos, Neto	117.100.818	113.089.629	-65.674.270	-64.363.895	51.426.548	48.725.734

Depreciación acumulada PPE	% sobre NETO
Terrenos	0%
Edificios	-50%
Planta y equipos	-58%
Equipamiento de tecnologías de la información	-81%
Instalaciones fijas y accesorios	-55%
Vehículos de motor	-62%
Otras propiedades, plantas y equipos	-86%
Total propiedades, planta y equipos, Neto	-56%

Anexo 5 Econometría revisión de retornos accionarios.

Serie años 2011-2013

Equation: REGRESION Workfile: RETORNOS ACCIONES::Unt...

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: SALFARETORNOS
 Method: Least Squares
 Date: 01/17/18 Time: 14:52
 Sample (adjusted): 10/07/2011 9/27/2013
 Included observations: 104 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006100	0.004212	-1.448050	0.1507
IPSARETORNOS	1.786418	0.250036	7.144638	0.0000

R-squared	0.333533	Mean dependent var	-0.005773
Adjusted R-squared	0.326999	S.D. dependent var	0.052359
S.E. of regression	0.042954	Akaike info criterion	-3.438332
Sum squared resid	0.188194	Schwarz criterion	-3.387478
Log likelihood	180.7933	Hannan-Quinn criter.	-3.417730
F-statistic	51.04586	Durbin-Watson stat	1.882904
Prob(F-statistic)	0.000000		

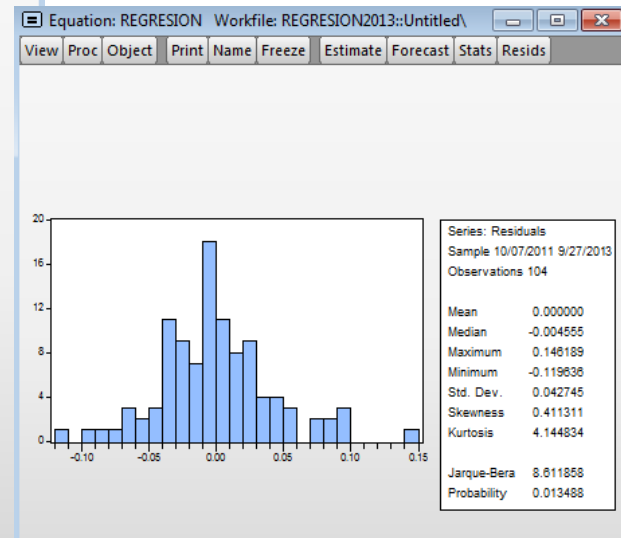
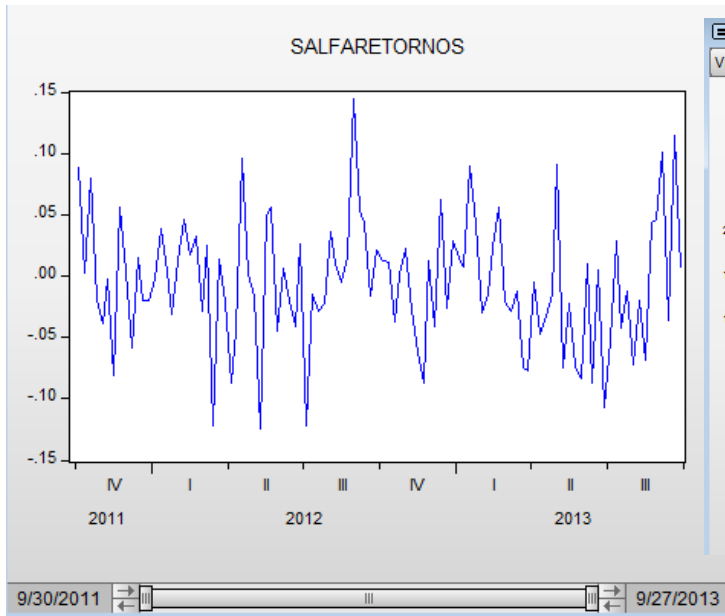
Equation: REGRESION Workfile: RETORNOS ACCIONES::Unt...

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Correlogram of Residuals Squared

Date: 01/17/18 Time: 14:52
 Sample: 9/30/2011 9/27/2013
 Included observations: 104

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		-0.034	-0.034	0.1246	0.724
2		-0.081	-0.083	0.8402	0.657
3		-0.092	-0.099	1.7621	0.623
4		0.024	0.009	1.8239	0.768
5		0.053	0.039	2.1344	0.830
6		-0.106	-0.110	3.4010	0.757
7		-0.083	-0.084	4.1862	0.758
8		0.097	0.084	5.2778	0.728
9		-0.034	-0.063	5.4094	0.797
10		-0.072	-0.082	6.0128	0.814
11		0.016	0.035	6.0436	0.870
12		0.019	-0.006	6.0858	0.912
13		-0.088	-0.135	7.0323	0.900
14		-0.017	-0.002	7.0686	0.932
15		0.111	0.119	8.5877	0.898
16		0.100	0.048	9.8293	0.875
17		-0.150	-0.149	12.681	0.757
18		-0.107	-0.059	14.148	0.719



Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2013::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

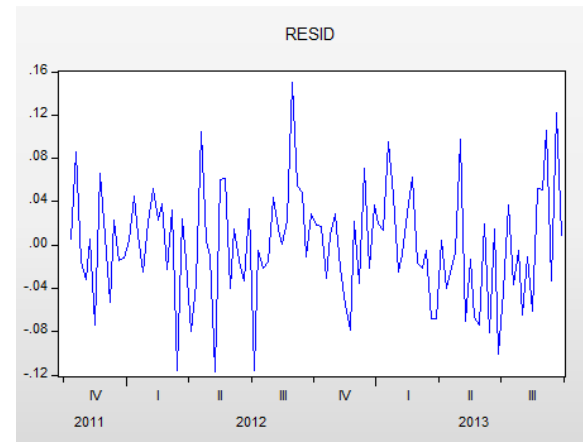
Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.351558	Prob. F(1,102)	0.5545
Obs*R-squared	0.357220	Prob. Chi-Square(1)	0.5501
Scaled explained SS	0.540302	Prob. Chi-Square(1)	0.4623

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 04/02/18 Time: 12:33
 Sample: 10/07/2011 9/27/2013
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001919	0.000367	5.232010	0.0000
IPSARETORNOS^2	-0.384502	0.648485	-0.592923	0.5545

R-squared	0.003435	Mean dependent var	0.001810
Adjusted R-squared	-0.006335	S.D. dependent var	0.003225
S.E. of regression	0.003235	Akaike info criterion	-8.610682
Sum squared resid	0.001067	Schwarz criterion	-8.559829
Log likelihood	449.7555	Hannan-Quinn criter.	-8.590080
F-statistic	0.351558	Durbin-Watson stat	2.070644
Prob(F-statistic)	0.554545		



Serie años 2012-2014

Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2014::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: SALFARETORNOS
Method: Least Squares
Date: 04/03/18 Time: 15:04
Sample (adjusted): 10/05/2012 9/26/2014
Included observations: 104 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006192	0.004099	-1.510818	0.1339
IGPARETORNOS	1.315459	0.254391	5.171005	0.0000

R-squared	0.207701	Mean dependent var	-0.007181
Adjusted R-squared	0.199933	S.D. dependent var	0.046678
S.E. of regression	0.041752	Akaike info criterion	-3.495097
Sum squared resid	0.177809	Schwarz criterion	-3.444243
Log likelihood	183.7450	Hannan-Quinn criter.	-3.474495
F-statistic	26.73930	Durbin-Watson stat	2.126119
Prob(F-statistic)	0.000001		

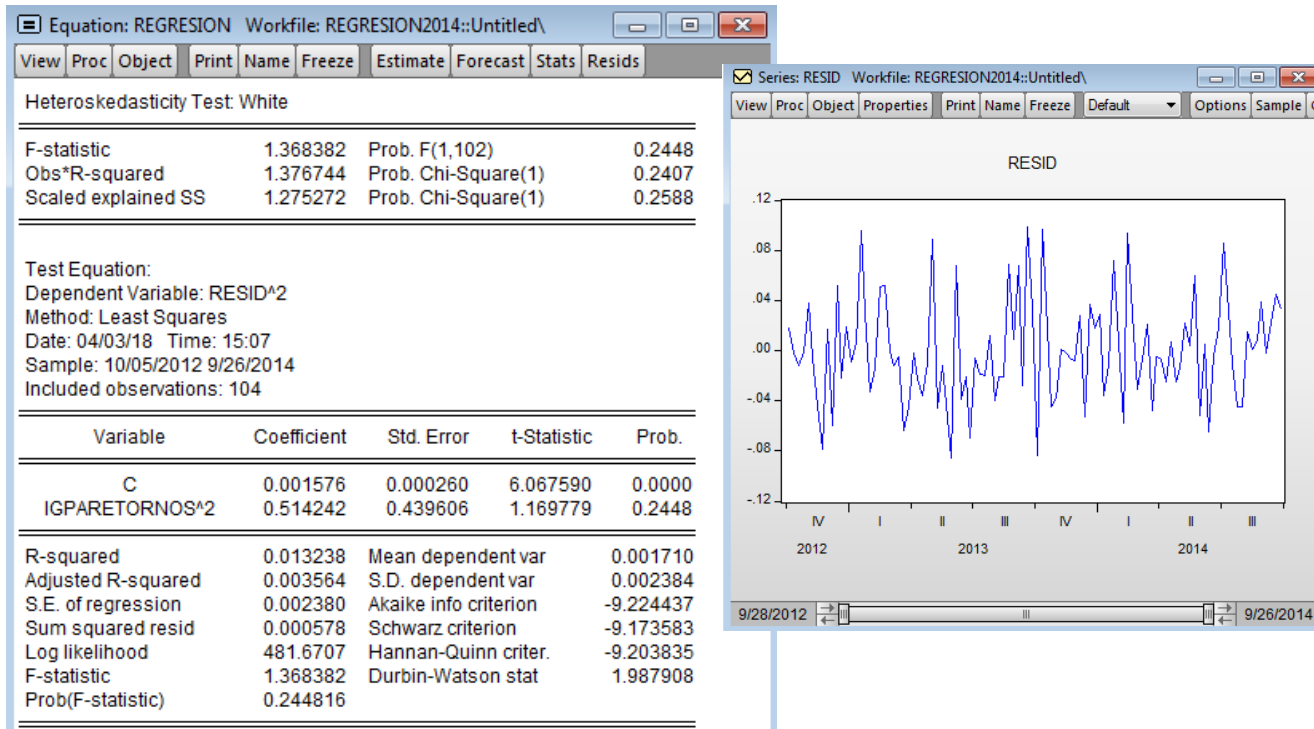
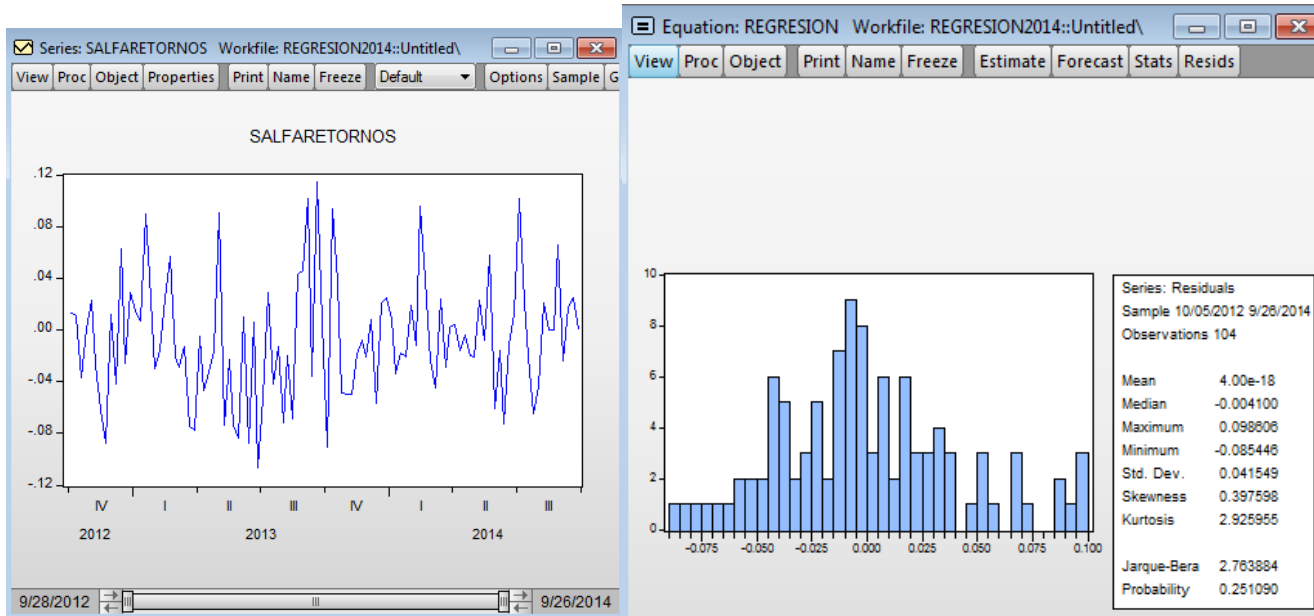
Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2014::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Correlogram of Residuals Squared

Date: 04/03/18 Time: 15:06
Sample: 9/28/2012 9/26/2014
Included observations: 104

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.005	0.005	0.0022	0.963
2		0.030	0.030	0.0988	0.952
3		0.149	0.149	2.5178	0.472
4		0.021	0.020	2.5665	0.633
5		0.022	0.014	2.6228	0.758
6		-0.088	-0.114	3.4922	0.745
7		-0.204	-0.219	8.2155	0.314
8		-0.070	-0.083	8.7786	0.361
9		-0.093	-0.061	9.7862	0.368
10		-0.046	0.029	10.031	0.438
11		-0.175	-0.138	13.673	0.252
12		-0.102	-0.091	14.908	0.246
13		-0.135	-0.189	17.123	0.194
14		-0.040	-0.073	17.318	0.240
15		0.227	0.252	23.701	0.070
16		0.062	0.145	24.187	0.086
17		0.001	-0.004	24.187	0.114
18		0.303	0.170	35.921	0.007
19		0.127	0.029	38.028	0.006
20		0.227	0.160	44.808	0.001
21		0.035	0.005	44.970	0.002
22		-0.037	-0.011	45.158	0.003
23		0.191	0.182	50.102	0.001
24		-0.098	-0.107	51.424	0.001
25		-0.078	-0.036	52.277	0.001



Serie años 2013-2015

Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2015::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: SALFARETORNOS
Method: Least Squares
Date: 04/03/18 Time: 15:14
Sample (adjusted): 10/04/2013 9/25/2015
Included observations: 104 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003487	0.003560	-0.979646	0.3296
IGPARETORNOS	0.655714	0.255230	2.569109	0.0116

R-squared	0.060776	Mean dependent var	-0.003690
Adjusted R-squared	0.051568	S.D. dependent var	0.037267
S.E. of regression	0.036293	Akaike info criterion	-3.775342
Sum squared resid	0.134352	Schwarz criterion	-3.724488
Log likelihood	198.3178	Hannan-Quinn criter.	-3.754740
F-statistic	6.600319	Durbin-Watson stat	2.008637
Prob(F-statistic)	0.011643		

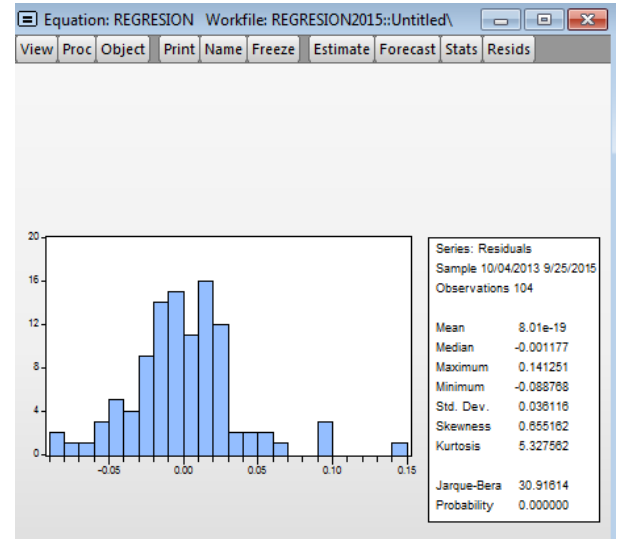
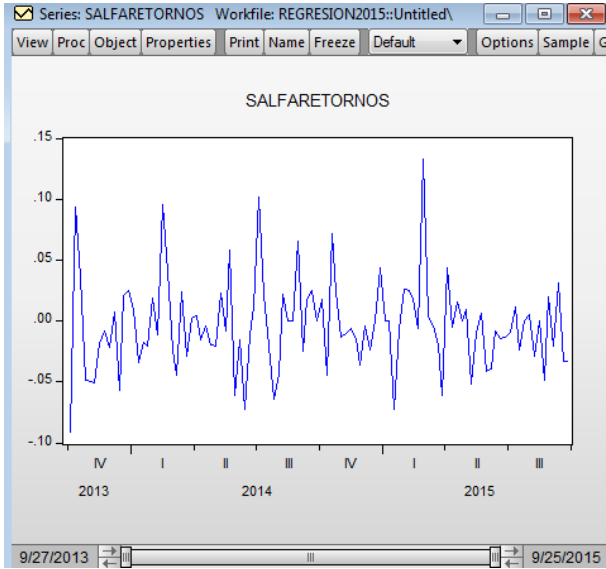
Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2015::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Correlogram of Residuals Squared

Date: 04/03/18 Time: 15:15
Sample: 9/27/2013 9/25/2015
Included observations: 104

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.006	0.006	0.0040	0.950
		2	-0.089	-0.089	0.8515	0.653
		3	0.054	0.056	1.1725	0.760
		4	0.053	0.044	1.4777	0.831
		5	-0.030	-0.022	1.5782	0.904
		6	0.139	0.147	3.7446	0.711
		7	-0.087	-0.104	4.6128	0.707
		8	-0.084	-0.058	5.4316	0.711
		9	-0.015	-0.042	5.4565	0.793
		10	0.031	0.013	5.5657	0.850
		11	-0.074	-0.056	6.2171	0.858
		12	-0.103	-0.117	7.4804	0.824
		13	-0.024	-0.008	7.5510	0.872
		14	-0.024	-0.032	7.6242	0.908
		15	-0.017	-0.006	7.6601	0.937
		16	-0.081	-0.097	8.4795	0.933
		17	-0.045	-0.031	8.7375	0.948
		18	0.021	0.032	8.7940	0.964
		19	0.092	0.075	9.9022	0.955
		20	0.069	0.076	10.534	0.957
		21	-0.058	-0.063	10.988	0.963



Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2015::Untitled\

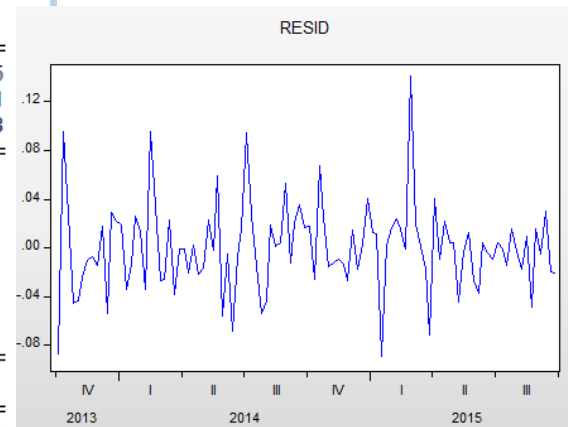
Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.001199	Prob. F(1,102)	0.9725
Obs*R-squared	0.001222	Prob. Chi-Square(1)	0.9721
Scaled explained SS	0.002543	Prob. Chi-Square(1)	0.9598

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 04/03/18 Time: 15:17
 Sample: 10/04/2013 9/25/2015
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001296	0.000288	4.502807	0.0000
IGPARETORNOS^2	-0.019488	0.562923	-0.034620	0.9725

R-squared	0.000012	Mean dependent var	0.001292
Adjusted R-squared	-0.009792	S.D. dependent var	0.002700
S.E. of regression	0.002714	Akaike info criterion	-8.962030
Sum squared resid	0.000751	Schwarz criterion	-8.911177
Log likelihood	468.0256	Hannan-Quinn criter.	-8.941428
F-statistic	0.001199	Durbin-Watson stat	1.935206
Prob(F-statistic)	0.972451		



Serie años 2014-2016

Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2016::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: SALFARETORNOS
Method: Least Squares
Date: 04/03/18 Time: 16:03
Sample (adjusted): 10/03/2014 9/30/2016
Included observations: 105 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001082	0.003270	0.330729	0.7415
IGPARETORNOS	0.550428	0.243697	2.258654	0.0260

R-squared	0.047192	Mean dependent var	0.001501
Adjusted R-squared	0.037941	S.D. dependent var	0.034107
S.E. of regression	0.033454	Akaike info criterion	-3.938417
Sum squared resid	0.115276	Schwarz criterion	-3.887865
Log likelihood	208.7669	Hannan-Quinn criter.	-3.917932
F-statistic	5.101516	Durbin-Watson stat	2.002420
Prob(F-statistic)	0.026013		

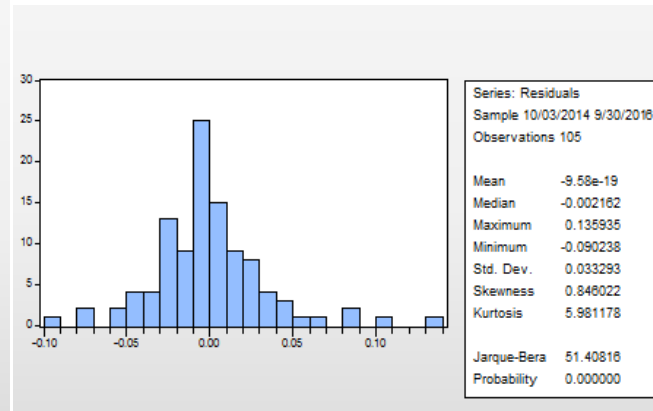
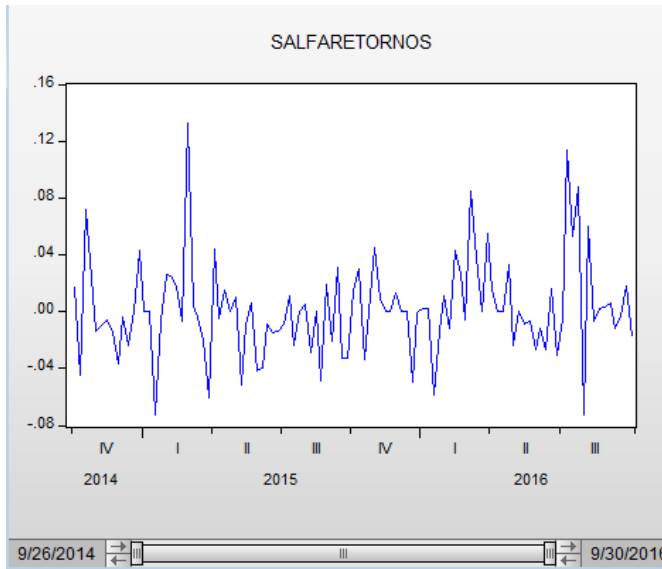
Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2016::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Correlogram of Residuals Squared

Date: 04/03/18 Time: 16:04
Sample: 9/26/2014 9/30/2016
Included observations: 105

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.007	0.007	0.0048	0.945
		2	0.030	0.030	0.1038	0.949
		3	0.018	0.018	0.1392	0.987
		4	0.093	0.092	1.0970	0.895
		5	-0.089	-0.092	1.9951	0.850
		6	0.131	0.129	3.9464	0.684
		7	-0.085	-0.092	4.7831	0.686
		8	-0.135	-0.147	6.9062	0.547
		9	-0.081	-0.062	7.6650	0.568
		10	0.041	0.022	7.8675	0.642
		11	-0.055	-0.009	8.2332	0.692
		12	-0.112	-0.124	9.7520	0.638
		13	0.024	0.043	9.8199	0.709
		14	-0.014	0.004	9.8446	0.773
		15	-0.071	-0.068	10.467	0.789
		16	-0.054	-0.086	10.841	0.819
		17	-0.046	-0.076	11.109	0.851
		18	0.049	0.103	11.414	0.876
		19	0.079	0.064	12.230	0.876
		20	0.064	0.031	12.764	0.887
		21	0.006	0.009	12.769	0.916



Equation: REGRESION Workfile: REGRESION2016::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

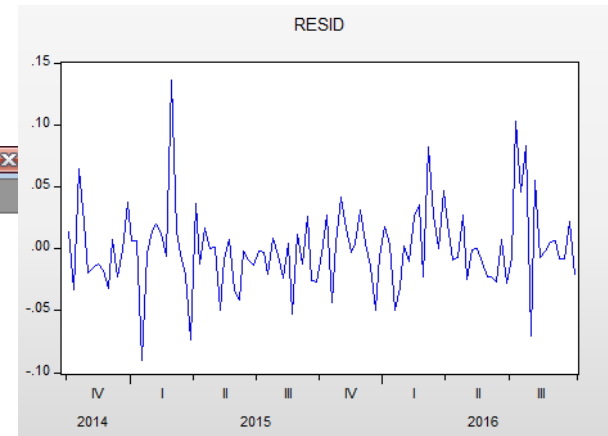
Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.273974	Prob. F(1,103)	0.6018
Obs*R-squared	0.278553	Prob. Chi-Square(1)	0.5977
Scaled explained SS	0.667585	Prob. Chi-Square(1)	0.4139

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 04/03/18 Time: 16:07
 Sample: 10/03/2014 9/30/2016
 Included observations: 105

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001005	0.000299	3.364758	0.0011
IGPARETORNOS^2	0.513151	0.980370	0.523426	0.6018

R-squared	0.002653	Mean dependent var	0.001098
Adjusted R-squared	-0.007030	S.D. dependent var	0.002462
S.E. of regression	0.002471	Akaike info criterion	-9.149796
Sum squared resid	0.000629	Schwarz criterion	-9.099245
Log likelihood	482.3643	Hannan-Quinn criter.	-9.129312
F-statistic	0.273974	Durbin-Watson stat	1.983377
Prob(F-statistic)	0.601802		



Serie años 2015-2017 (nov)

Equation: UNTITLED Workfile: RETORNOS ACCIONES::Untit...

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: SALFARETORN
 Method: Least Squares
 Date: 04/03/18 Time: 16:14
 Sample (adjusted): 10/09/2015 11/17/2017
 Included observations: 111 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.005645	0.003666	1.539709	0.1265
IGPARETORN	1.306188	0.270407	4.830458	0.0000

R-squared	0.176322	Mean dependent var	0.010043
Adjusted R-squared	0.168766	S.D. dependent var	0.041038
S.E. of regression	0.037415	Akaike info criterion	-3.715646
Sum squared resid	0.152586	Schwarz criterion	-3.666826
Log likelihood	208.2184	Hannan-Quinn criter.	-3.695841
F-statistic	23.33332	Durbin-Watson stat	1.912541
Prob(F-statistic)	0.000004		

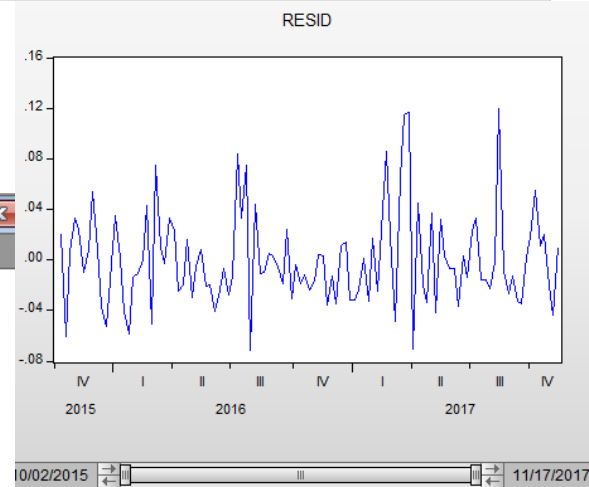
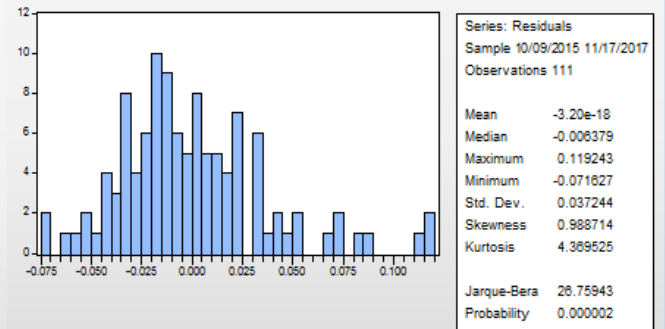
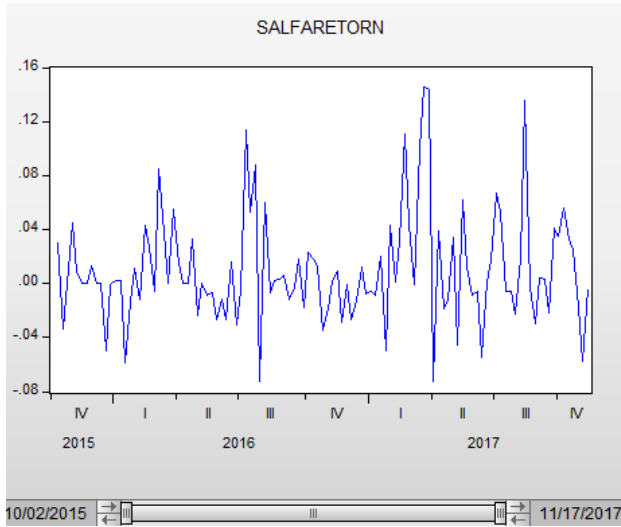
Equation: UNTITLED Workfile: RETORNOS ACCIONES::Untitle...

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Correlogram of Residuals Squared

Date: 04/03/18 Time: 16:15
 Sample: 10/02/2015 11/17/2017
 Included observations: 111

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.327	0.327	12.226	0.000	
2	0.182	0.083	16.027	0.000	
3	0.026	-0.063	16.106	0.001	
4	0.069	0.071	16.657	0.002	
5	0.083	0.058	17.467	0.004	
6	-0.015	-0.084	17.493	0.008	
7	-0.072	-0.068	18.125	0.011	
8	-0.061	-0.002	18.573	0.017	
9	-0.108	-0.091	19.999	0.018	
10	-0.140	-0.097	22.431	0.013	
11	-0.096	0.009	23.595	0.015	
12	-0.085	-0.026	24.504	0.017	
13	-0.112	-0.089	26.112	0.016	
14	-0.066	0.019	26.673	0.021	
15	-0.102	-0.061	28.027	0.021	
16	-0.091	-0.072	29.113	0.023	
17	-0.107	-0.061	30.651	0.022	
18	-0.033	0.031	30.799	0.030	
19	-0.022	-0.035	30.866	0.042	
20	0.202	0.229	36.485	0.013	



Equation: REGRESION Workfile: RETORNOS ACCIONES::Unt...

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.993660	Prob. F(1,109)	0.1608
Obs*R-squared	1.993774	Prob. Chi-Square(1)	0.1579
Scaled explained SS	3.239080	Prob. Chi-Square(1)	0.0719

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 04/03/18 Time: 16:23
 Sample: 10/09/2015 11/17/2017
 Included observations: 111

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001123	0.000299	3.762059	0.0003
IGPARETORN^2	1.368705	0.969358	1.411970	0.1608

R-squared	0.017962	Mean dependent var	0.001375
Adjusted R-squared	0.008952	S.D. dependent var	0.002535
S.E. of regression	0.002523	Akaike info criterion	-9.108558
Sum squared resid	0.000694	Schwarz criterion	-9.059738
Log likelihood	507.5250	Hannan-Quinn criter.	-9.088753
F-statistic	1.993660	Durbin-Watson stat	1.345037
Prob(F-statistic)	0.160807		

Anexo 6 Estados financieros empresas comparables

Estados Financieros empresas comparables años 2016 y 2017

SOCOVESA	2016	2017
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.379.782	8.413.006
Otros activos financieros, corrientes	1.362.836	1.601.565
Otros activos no financieros, corrientes	1.518.998	1.873.379
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	106.185.893	78.617.426
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	6.547.269	444.773
Inventarios, corrientes	319.581.953	281.525.032
Activos biológicos, corrientes	1.442.594	201.329
Activos por impuestos corrientes, corrientes	19.735.153	32.810.631
Otros activos financieros, no corrientes	3.056.668	2.867.079
Derechos por cobrar, no corrientes	9.480.305	9.720.427
Inventarios, no corrientes	96.322.182	150.273.538
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.449.707	2.202.592
Activos intangibles distintos de la plusvalía	58.573.953	59.251.808
Plusvalía	12.900.421	12.900.421
Propiedades, plantas y equipos	17.862.460	18.506.949
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	7.611.412	7.287.752
Activos biológicos, no corrientes	895.469	1.114.043
Propiedades de inversión	153.905.155	165.169.588
Activos por impuestos diferidos	32.436.352	34.068.913
Total Activos	864.248.562	868.850.251
Otros pasivos financieros, corrientes	414.438.121	412.915.886
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	117.691.337	114.454.117
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	9.188.568	8.074.849
Otras provisiones, corrientes	2.850.097	2.606.705
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	1.546.515	324.678
Otros pasivos no financieros, corrientes	13.120	16.152
Otros pasivos financieros, no corrientes	2.075.796	0
otras cuentas por pagar no corrientes	1.028.647	1.028.647
Otras provisiones, no corrientes	2.443.031	1.687.302
Pasivo por impuestos diferidos	10.341.122	9.927.566
Total Pasivos	561.616.354	551.035.902
Capital emitido	127.688.597	127.688.597
Primas de emisión	49.597.096	49.597.096
Ganancias (pérdidas) acumuladas	115.356.093	129.761.218
otras reservas	6.435.398	6.321.392
Participaciones no controladoras	3.555.024	4.446.046
Patrimonio total	302.632.208	317.814.349
Total Pasivo y patrimonio	864.248.562	868.850.251

Estados Financieros empresas comparables años 2016 y 2017

PAZCORP	2016	2017
Efectivo y equivalentes al efectivo	23.269.826	21.467.653
Otros activos financieros, corrientes	949.411	465.047
Otros activos no financieros, corrientes	13.786.836	18.287.694
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	21.885.490	24.562.711
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	122.636	156.729
Inventarios, corrientes	140.942.216	137.095.272
Activos por impuestos, corrientes	2.299.216	4.227.030
ACTIVOS NO CORRIENTES		
Otros activos no financieros, no corrientes	3.297.129	883.737
Derechos por cobrar, no corrientes	1.764.463	1.473.464
Inventarios, no corrientes	142.175.556	132.630.909
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	34.968.664	37.008.162
Activos intangibles distintos de la plusvalía	869.025	596.944
Propiedades, planta y equipo	970.541	1.009.268
Activos por impuestos diferidos	5.825.153	7.111.564
Total activos	393.126.162	386.976.184
Otros pasivos financieros, corrientes	89.848.418	85.404.352
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	11.296.097	7.191.315
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	878.463	710.764
Otras provisiones, corrientes	8.525.690	3.977.683
Pasivos por impuestos, corrientes	1.374.400	2.528.402
Otros pasivos no financieros, corrientes	19.941.026	12.546.010
PASIVOS NO CORRIENTES		
Otros pasivos financieros, no corrientes	97.481.828	92.985.715
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	7.484.087	8.129.930
Otras provisiones, no corrientes	1.457.441	1.852.702
Pasivo por impuestos diferidos	83.338	-
Otros pasivos no financieros, no corrientes	6.832.775	7.474.199
TOTAL PASIVOS	245.203.563	222.801.072
Capital emitido	52.492.611	52.492.611
ganancias(perdidas) acumuladas	78.064.120	94.048.515
primas de emision	11.160.579	11.160.579
otras reservas	557.068	702.435
participaciones no controladas	5.648.221	7.175.842
total patrimonio	147.922.599	164.175.112
Total Pasivos y Patrimonio	393.126.162	386.976.184

Estados Financieros empresas comparables años 2016 y 2017

BESALCO	2016	2017
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	18.115.961	29.443.017
Otros Activos Financieros	506.667	683.791
Otros Activos No Financieros	970.761	969.315
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	150.661.490	143.837.475
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	5.216.944	6.833.843
Inventarios	114.939.459	94.112.427
Activos por Impuestos Corrientes	11.116.176	9.117.128
Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta	7.466.833	5.252.091
Otros Activos No Financieros No Corrientes	14.604.223	13.866.300
Cuentas por Cobrar No Corrientes	15.040.206	21.461.556
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	9.451.079	10.223.725
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	30.537.551	32.392.713
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	32.100.078	30.909.562
Plusvalía	1.581.546	1.581.546
Propiedades, Plantas y Equipos	167.469.976	146.071.205
Propiedades de Inversión	2.063.836	1.414.667
Activos por Impuestos Diferidos	39.021.212	42.049.917
total activos	620.863.998	590.220.278
Otros Pasivos Financieros	125.587.356	86.830.043
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	70.204.563	73.954.082
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	8.268.099	10.944.448
Otras Provisiones	1.060.948	576.170
Pasivos por Impuestos	6.697.806	4.227.991
Beneficios a los Empleados	3.089.703	4.250.701
Otros Pasivos No Financieros	27.620.169	31.122.583
Otros Pasivos Financieros	149.744.911	146.595.058
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	10.707.307	7.775.525
Otras Provisiones	3.179.657	3.704.938
Pasivos por Impuestos Diferidos	21.807.056	21.670.874
Beneficios a los Empleados	384.428	361.372
		-
total pasivos	428.352.003	392.013.785
capital emitido	59.047.773	59.047.773
prima reserva	9.867.228	9.867.228
otras reservas	2.472.717	1.828.892
ganancias acumuladas	111.749.741	115.025.983
participacion no controladores	9.374.536	12.436.617
Total patrimonio	192.511.995	198.206.493
total pasivo y patrimonio	620.863.998	590.220.278

Anexo 7 Determinación de múltiplos con información bursátil al 29 de Septiembre 2017

Determinación de múltiplos según información página 77 se usaron valores de acción al 29 de Septiembre 2017. A continuación se indican valores de acción al 30 de septiembre 2016 y al 29 de Septiembre

Industria	besalco		Paz		Socovesa	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Precio de mercado accion	294,75	654,41	477,29	1049	201,51	400,71

Valor de la acción comparable al 29 de Septiembre 2016

Industria	besalco		Paz		Socovesa	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
a septiembre						
Precio de mercado accion	294,75	648,19	477,29	840	201,51	360

Información para conformación de múltiplos utilizando valor de acción de comparables al 29 de Septiembre 2017

Industria	besalco		Paz		Socovesa	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
a septiembre						
Precio de mercado accion	294,75	648,19	477,29	840	201,51	360
Ganancia por accion	14,48	17,07	41,30	73,17	19,73	14,97
Utilidad a sept	8.341.561.000	9.836.582.000	11.702.000.000	20.733.000.000	24.148.723.000	18.316.220.000
nro de acciones	576.172.664	576.172.664	283.369.203	283.369.203	1.223.935.691	1.223.935.691
valor de mercado de capital	169.826.892.714	373.469.359.078	135.249.286.900	238.030.130.520	246.635.281.093	440.616.848.760
deuda total a sept	275.332.267.000	233.425.101.000	185.064.351.000	178.390.067.000	398.224.485.000	412.915.886.000
Efectivo y ef equivalente a 9/16	18.115.961.000	29.443.017.000	23.677.182.000	21.467.653.000	18.044.497.000	8.413.006.000
EBITDA	35.229.000.000	37.753.768.000	15.169.000.000	31.285.000.000	38.875.930.000	37.178.751.000
EBIT	20.093.096.000	22.328.258.000	14.578.000.000	30.730.000.000	38.274.070.000	36.653.469.000
valor contable (libro)	620.863.998.000	590.220.278.000	393.126.162.000	386.976.184.000	864.248.562.000	868.850.251.000
Book equity	188.825.948.000	198.206.493.000	144.137.166.000	164.175.112.000	301.506.300.000	317.814.349.000
FCF	19.774.646.000	29.443.017.000	23.677.182.000	21.467.653.000	18.044.497.000	8.413.006.000
valor contable plusvalia	1.581.546.000	1.581.546.000	940.791.000	596.944.000	12.900.421.000	12.900.421.000
ingresos	273.147.705.000	309.267.369.000	59.788.000.000	131.634.000.000	210.353.820.000	225.897.766.000
EV	427.043.198.714	577.451.443.078	296.636.455.900	394.952.544.520	626.815.269.093	845.119.728.760
PBE	0,90	1,88	0,94	1,45	0,82	1,39
book ratio	0,72	1,03	0,81	1,08	0,75	0,98
PS	0,62	1,21	2,26	1,81	1,17	1,95
VS	1,56	1,87	4,96	3,00	2,98	3,74
PE	20,36	37,97	11,56	11,48	10,21	24,06

MÚLTIPLOS		2016			2017			Promedio
		BESALCO	PAZ	SOCOYESA	BESALCO	PAZ	SOCOYESA	
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	20,36	11,56	10,21	37,97	11,48	24,06	19,27
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12,12	19,56	16,12	15,30	12,62	22,73	16,41
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	21,25	20,35	16,38	25,86	12,85	23,06	19,96
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,90	0,94	0,82	1,88	1,45	1,39	1,23
	VALUE TO BOOK RATIO	0,72	0,81	0,75	1,03	1,08	0,98	0,89
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	21,60	12,53	34,74	19,61	18,40	100,45	34,55

Multiplo	2016			2017		
	BESALCO	PAZ	SOCOYESA	BESALCO	PAZ	SOCOYESA
PER	20,36	11,56	10,21	37,97	11,48	24,06
EV/EBITDA	12,12	19,56	16,12	15,30	12,62	22,73
EV/FCF	21,60	12,53	34,74	19,61	18,40	100,45

Multiplo	Promedio Besalco	Promedio Paz	Promedio Socovesa	Media	Media Armonica
PER	29,16	11,52	17,13	19,27	16,72
EV/EBITDA	13,71	16,09	19,43	16,41	16,08
EV/FCF	20,60	15,46	67,60	34,55	23,44

Salfacorp	Estimación
PER	217.691.094.315
EV/EBITDA	300.019.700.833
EV/FCF	634.949.304.293
Valor	384.220.033.147
MarketCAP	404.856.720.206

Utilizando la valorización de acción al 29 de septiembre 2017 se obtiene una valorización de \$ 854,01 por acción de Salfacorp.

acciones 449.900.787
valor por accion 854,01