



VALORACIÓN DE PAZ CORP S.A.

VALORACIÓN DE EMPRESA POR METODO DE FLUJOS DESCONTADOS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumnos:

Jorge Andres Vasquez Montoya

Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales

Santiago, Marzo 2019

Índice

I. Resumen Ejecutivo	4
II. Metodología	5
Principales Métodos de Valoración	5
Método de Flujos de Caja Descontados (FCD)	6
III. Descripción de la empresa y de la industria.....	9
PAZ CORP.....	8
Empresas comparables.....	10
Socovesa S.A. (SOCOVESA).....	10
Besalco SA (BESALCO).....	11
Salfa Corp S.A. (SALFACORP).....	12
IV. Análisis Operacional del Negocio e Industria	13
Análisis de los costos Operacionales	15
Cuentas no operacionales.....	16
Análisis de Activos	17
V. Proyección de EERR	18
VI. Proyección de los flujos de Caja Libre	19
Flujo de Caja Bruto.....	19
Depreciación y Amortización	19
Costos e Ingresos Financieros.....	19
Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación	20
Flujo de Caja Libre	21
Inversión en Reposición.....	21
Nuevas Inversiones	22
Exceso o Déficit de Capital de Trabajo	23
VII. Valoración Económica de la Empresa y su precio de acción	25
Activos Prescindibles.....	25
Deuda Financiera:	26
Terminal Value	26
VIII. Conclusiones	28
XII. Bibliografía	30

XIII. Anexos 31

I. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo corresponde a la valorización de la empresa Paz Corp S.A., sociedad anónima abierta cuyas acciones se transan en la Bolsa de Santiago desde el año 2006. Se utilizó el método de Flujo de Caja Descontados para llevar a cabo dicho cálculo.

El método utilizado de valorización de la empresa mediante los Flujos de Caja Descontados, se realiza a través de un análisis operacional del negocio y la industria, se deben proyectar los estados de resultados para los años 2018 hasta el 2023 (perpetuidad). Luego de esto, se deben realizar las proyección de los Flujos de Caja Libre, incluyendo los ajustes necesarios con los estados de resultados de la empresa mediante el balance consolidado por normativa IFRS, para finalmente poder realizar la valorización económica de la empresa y poder calcular el precio de la acción.

La valorización nos muestra un valor de la empresa equivalente a 17.663.607 (UF), al cual debemos sumar los activos prescindibles y descontar el déficit de capital de trabajo al 30 de junio 2018, junto con restar la deuda financiera del mismo periodo, en donde se obtuvo un valor de Patrimonio Económico de la compañía de 9.631.254 (UF). Con estos valores podemos calcular un Valor Estimado de la Acción de la compañía por un valor de \$932,37

Luego de estimar el Valor de la Acción de la compañía se realizó la comparación del valor obtenido con el valor de mercado de la acción a la fecha de la valoración, el cual corresponde a un valor de \$943,00, lo que indica una desviación del precio estimado versus el valor del mercado de un -4,43%

II. Metodología

Método de Valoración

Según la literatura actual, existen varios métodos de valoración cuyo objetivo es estimar un valor para una compañía, algunos se basan en el balance de la empresa, otros en las cuentas de resultados, también existen métodos mixtos y métodos basados en el descuento de flujos de fondos. Los resultados tendrán variaciones dependiendo del modelo a utilizar, por lo que el valor obtenido dependerá del momento en que se realice la evaluación y los datos a utilizar.

Los analistas se dedican a comprobar y determinar el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa en relación al número de acciones emitidas por la sociedad. Estos valores se encuentran afectados a cambios, debido a los supuestos que se utilizan para cada una de las opciones existentes.

En los últimos años, uno de los métodos más utilizados y conocidos se encuentra el método de Flujos de Caja Descontados (FCD). El método de FCD es cada vez más utilizado en los análisis dado que muestra a la empresa como una fuente generadora de flujos en el tiempo, por lo que en los estudios se toma como un activo financiero.

Método de Flujos de Caja Descontados (FCD)

El método de FCD es una de las metodologías que utiliza una base más científica y es teóricamente más precisa que las demás para realizar una valorización, debido a que relaciona las utilidades y el crecimiento del negocio en evaluación.

La valorización por FCD es un punto de partida para realizar cualquier otro tipo de método de valorización, esto debido a que para poder realizar comparaciones entre distintos métodos, se debe comprender los fundamentos por los cuales se realiza un FCD. La mayor parte de la literatura actual se centra en discutir los fundamentos detrás del Flujo de Caja Descontado, por lo que entendiéndolos será posible analizar y utilizar otros tipos de metodologías.

Al utilizar el método de FCD, se debe utilizar un horizonte de tiempo determinado (periodo de proyección) y luego estos deben ser descontados para reflejar su valor presente. Además de lo anterior, se debe determinar el valor para los flujos generador por sobre el periodo de proyección, llegando a una perpetuidad o “valor terminal”. Por lo anterior, un FCD es extremadamente sensible a la tasa de descuento aplicada sobre el mismo.

Los parámetros que se utilizan en este tipo de valorización son principalmente proyecciones de largo plazo, con las cuales se intenta modelar los resultados de una compañía, junto con los factores específicos de la industria en la cual se encuentra y las tendencias del mercado que la afecta. Además, el FCD es altamente sensible a los efectos de los supuestos utilizados a lo largo de la valorización, por lo que las proyecciones de largo plazo y la tasa de crecimiento perpetuo a elegir, tienen una función fundamental en determinar el valor de la compañía en análisis.

Un punto crítico en el proceso es la elección de una tasa de descuento adecuada para el tipo compañía. Esta se genera considerando el riesgo, las volatilidades históricas y también teniendo en cuenta el descuento mínimo que exigen los compradores o vendedores, que se encuentra dispuestos a actuar por una rentabilidad mínima exigida.

Dado lo anterior, en estos casos se utiliza una tasa de costo de capital (activos), la cual es calculada como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (K_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que es el Costo Patrimonial (K_p). De esta manera se obtiene el “WACC” (Costo de Capital Promedio Ponderado en sus siglas en inglés).

El WACC es la tasa que se utiliza para descontar los Flujos de Caja Libre Totales y con esto se obtiene el valor total de la compañía (operativamente hablando), de esta manera se incorporan los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de su deuda y la deuda financiera que posea, en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para lo anterior, es necesario que la empresa posea una estructura de capital objetivo de largo plazo, la cual se obtiene de los datos pasados (periodo ideal de 5 años). En caso de no poder obtenerlo, no sería posible valorarse por este método.

Operativamente hablando, determinar el valor total de la empresa, implica excluir los activos prescindibles (activos que pueden ser vendidos y no afectan en gran medida el funcionamiento de la compañía) y ajustar el déficit (exceso) de capital de trabajo que la empresa pudiera necesitar al momento de la valoración. El valor del patrimonio se calcula restando el valor total de la compañía al valor presente de la deuda financiera de dicho momento.

Si la compañía no posee deuda (financiada en su totalidad con patrimonio) la valoración de su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales a una tasa de costo de capital sin deuda (tasa de rentabilidad exigida al negocio, dependiendo del nivel de riesgo). Para calcular el valor total de la compañía se deben realizar los ajustes anteriormente mencionados, por lo que este valor de la empresa tendría directa relación con el valor del patrimonio.

III. Descripción de la empresa y de la industria

PAZ CORP

Razón Social	PAZ Corp S.A,
Rut	76488180 - K
Nemotécnico	PAZ
Industria	Inmobiliaria-Construcción

Regulación	<ul style="list-style-type: none"> - Ministerio de Vivienda (Ley General de Urbanismo y Construcción, Planes Reguladores Comunales) - Ministerio de Medio Ambiente (Estudios de Impacto Ambiental y de suelos) - Municipalidades (Permisos de Edificación) - Servicio de Impuestos Internos (recaudación de IVA) - Instituto Nacional de Normalización, dependiente de CORFO (Normas técnicas antisísmicas que deben cumplir proyectos inmobiliarios)
------------	--

Tipo de Operación	<p>Paz Corp SA pertenece a la industria inmobiliaria y de construcción ya que se dedica principalmente a todo negocio de inversión respecto a proyectos de desarrollo inmobiliaria. La empresa emprende desde inversión en empresas relacionadas al rubro como en la arquitectura, estudio, comercialización, adquisición de terrenos y construcción de proyectos a lo largo de todo el país y como joint ventures en países como Perú y Brasil. Se enfoca principalmente en el segmento de clase media de la población. Con una trayectoria de más de 40 años ha logrado ejecutar más de 150 proyectos lo que representa más de 250 mil viviendas comercializadas</p>
-------------------	--

Filiales	<ul style="list-style-type: none"> - INVERSIONES PAZ PERU SPA: Esta filiar a través de la sociedad Paz Centenario SA la cual es a su vez controlada por Inversiones Paz Perú Spa e Inversiones Centenario S.A.A en la misma proporción 50/50. - Paz Centenario se enfoca en el desarrollo en vertical y su filial Villa Club SA se encarga del desarrollo de proyectos en horizontal - PAZ REALTY EMPREENDIMIENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA: <p>Filial que opera exclusivamente en Sao Pablo, enfocado en estructuras en vertical la cual opera a través de Joint Ventures con empresas locales. Actualmente la filial se encuentra en búsqueda de ofertas de adquisición dado que principalmente se quiere enfocar en el mercado chileno y Peruano. Dada la falta de ofertas, la filial se encuentra sin proyectos en carpeta y solo ejecutando proyectos ya en desarrollo. El directorio a estimado incierto la posibilidad de enajenar dado las condiciones del mercado.</p>
----------	--

	Nombre	Participación
12 Mayores Accionistas	Inversiones quantum limitada	12,24%
	BTG PACTUAL small cap Chile fondo de inversiones (cta. Nueva)	11,39%
	Inversiones globus limitada	11,05%
	Compas small cap Chile fondo de inversión	10,41%
	Inversiones Brakers limitada	10,12%
	Siglo XXI fondo de inversión	9,77%
	Inversiones B y J limitada	9,58%
	Fondo de inversión Santander small cap	3,88%
	Chile fondo de inversión small cap	2,96%
	Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	2,15%
	BCI small cap Chile fondo de inversión	1,67%
	Fondo mutuo BTG PACTUAL Chile acción	1,33%

La empresa

En la década de los 60, Benjamin Paz comienza a desarrollar proyectos orientados a la clase media en las comunas de Ñuñoa y Providenci. Posteriormente y en asociación con otras familias, se traslada a España donde se posicionan como actores fundamentales en el negocio inmobiliario en Barcelona. Ya en la década de los 80, Benjamin Paz vuelve para formar la empresa y comienza a edificar casas, departamentos, galpones industriales y su primer proyecto de oficinas ubicado en el barrio El Golf.

En la década de los 90 comienza un proceso de profesionalización de la compañía y la empresa participa de los proyectos de repoblamiento del sector centro de la capital apoyando a la Municipalidad de Santiago y al Ministerio de Vivienda a través del Plan de Renovación Urbana lanzada en la época.

En 2006 nace la sociedad matriz Paz Corp y se abre a la bolsa con un 25% de su propiedad. En 2007 se realiza un aumento de capital por US\$40 millones para llevar a su plan de expansión. En 2008 Paz entra a Perú a través de Paz Centenario asociándose con Inversiones Centenario. En 2010 la compañía continúa con su plan de expansión internacional llevando a cabo otro joint venture para ingresar al mercado brasileño principalmente en Sao Paulo.

Finalmente en 2012, su fundador, Benjamin Paz, entrega la presidencia de la compañía para dar paso a una estructura de directorio altamente calificada y enfocada a asegurar la estabilidad y fortaleza financiera de la compañía.

Empresas comparables

Existen 3 empresas con las cuales es posible comparar PAZ corp S.A., dado su nivel de diversificación, la forma en que opera y su mercado objetivo.

Socovesa S.A. (SOCOVESA)

Empresas Socovesa nace en la ciudad de Temuco en 1965 enfocado en la construcción de viviendas sociales. En la actualidad la empresa tiene presencia a nivel nacional en 17 ciudades de Chile desde La Serena a Punta Arenas y se enfoca en proyectos con precios que van desde los UF1.000 hasta los UF40.000.

Las actividades de Socovesa incluyen la construcción y comercialización de casas y departamentos, oficinas y proyectos no habitacionales, montaje industrial, etc.

En cuanto a cómo desarrolla su actividad, Socovesa cuenta con variadas filiales e inmobiliarias para realizar sus proyectos como por ejemplo son parte del grupo las empresas inmobiliarias Almagro y Pilares.

Almagro por ejemplo posee gran presencia dentro de la región Metropolitana ya que realiza proyectos en 7 comunas del Gran Santiago más otras ciudades como Antofagasta, Viña del Mar, Concepción e Iquique.

Besalco SA (BESALCO)

Esta empresa se encuentra bastante diversificada en cuanto a negocios se refiere dado que mantiene actividades en comercialización de propiedades a través de inmobiliaria, construcción, maquinarias, montaje industrial, energía, concesiones y además mantiene actividad internacional en cuanto al desarrollo inmobiliario en Perú

Besalco Inmobiliaria mantiene actividades dentro del Gran Santiago tanto en la construcción de casas y desarrollos en altura, como construcción desarrolla proyectos variados como por ejemplo en obras públicas como Metro, Ferrocarriles y también en privadas como embalses, aeropuerto, minería, etc.

Cabe mencionar su actividad en el área energética donde entra en el año 2013 ejecutando proyectos para terceros como por ejemplo 5 centrales de paso del Complejo Hidroeléctrico Melado en la VII Región del Maule.

También cabe mencionar su filial en Perú la cual opera bajo el nombre Besco que comenzó a desarrollar proyectos en 1998 y recientemente en 2016 acaba de terminar su primer proyecto en Colombia.

Salfa Corp S.A. (SALFACORP)

Es el grupo más grande del sector de la construcción en Chile, además son quienes lideran el sector durante sus más de 87 años de historia.

Posee un modelo de negocios especializado, con una fuerte base en una unidad de negocios independientes entre si y que además cuentan con una diversificación que es posible replicar en otros mercados y es por lo anterior que la compañía a logrado realizar proyectos en el extranjero.

Cuenta con un capital humano especializado y profesional, una relación directa con sus clientes y una oferta completa para todas las necesidades de la industria, además de ser específicas para cada zona geográfica.

Desde el año 2015, la empresa realizo una modificación en sus segmentos operativos, quedando con cuatro unidades especializadas, las cuales son: Ingeniería y Construcción (ICSA), edificación (Novatec y Noval), Inmobiliaria Aconcagua (IACO) y Rentas y Desarrollo (RDI).

ICSA se encarga de los proyectos relacionados a obras de montaje industrial, minería subterránea, perforación y tronadura, movimientos de tierra, obras civiles, mantención industrial y obras marítimas. También esta presente en Perú, Colombia y Panamá.

Novatec y Noval son las encargadas de realizar la construcción de viviendas propias o en asociación con terceros y también gestiona proyectos de viviendas sociales.

IACO es la unidad que, encargada con los proyectos inmobiliarios, ya sean propios o con asociados, abarcando distintas zonas geográficas, productos y segmentos socioeconómicos.

RDI tiene a su cargo el stock de terrenos (más de 1.300 hectáreas) presentes en todo el país.

La compañía (como un todo) representa un 6% del mercado en Chile.

IV. Análisis Operacional del Negocio e Industria

A continuación se muestra el cuadro de crecimiento en ventas de la compañía, basándose en las ventas de actividades ordinarias entre los años 2013 (se realiza desde el año 2013 debido a que se utilizarán estos datos para generar futuros análisis) y proyección para el año completo 2018. Para este cálculo se tomaron las ventas del estado de resultados integral sin realizar la separación entre países dado que resulta irrelevante por el peso que mantiene a la fecha la actividad en el país en consideración a las ventas totales.

	2013		2014		2015		2016		2017		2018
	M UF	Crecimiento	M UF								
Ingresos de actividades ordinarias	3787,37	1315,08	5102,45	2509,72	7612,17	-3368,43	4243,74	1985,24	6228,98	622,90	6851,88
% de crecimiento		34,72%		49,19%		-44,25%		46,78%		10,00%	

Para la estimación de 2018 se utilizó la estimación de crecimiento del 10%

A continuación, se presenta el crecimiento de la industria a través de datos obtenidos en informes de la Cámara chilena de la construcción en los cuales se exponen las ventas en UF para casas y departamentos por semestre en el Gran Santiago lo que fue considerado como referencia dado que las operaciones de Paz se enfocan en la región.

MERCADO GRAN SANTIAGO		Ventas en miles de UF		
		Departamentos	Casas	Total
2013	I SEM	35,141	18,477	53,619
	II SEM	41,662	19,143	60,805
2014	I SEM	36,559	17,785	54,345
	II SEM	36,762	17,893	54,656
2015	I SEM	45,903	18,961	64,862
	II SEM	60,578	19,317	79,895
2016	I SEM	26,994	12,261	39,257
	II SEM	38,300	13,361	51,660
2017	I SEM	40,076	11,863	51,939
	II SEM	44,885	13,362	58,248
2018	I SEM	43,489	13,319	56,807
	II SEM	-	-	-

En síntesis, se resumen en el siguiente cuadro los crecimientos anuales de la industria considerando para el 2018 la comparativa del primer semestre de 2017 versus el crecimiento del año 2018 proyectado.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Promedio anual	114.422	109.002	144.756	90.917	110.186	56.808	Crecimiento promedio
Crecimiento	(año base)	-4,74%	32,80%	-37,19%	21,19%	9,37%	4,29%

jun-17	51.939
--------	---------------

Para la estimación de crecimiento de la industria de 2018 a 2022 se tomo la informacion disponible en la Cámara Chilena de la Construcción en su informe de Proyecciones Economicas donde estima un rango de crecimiento para el sector construccion entre un 1,5% y un 5,5%

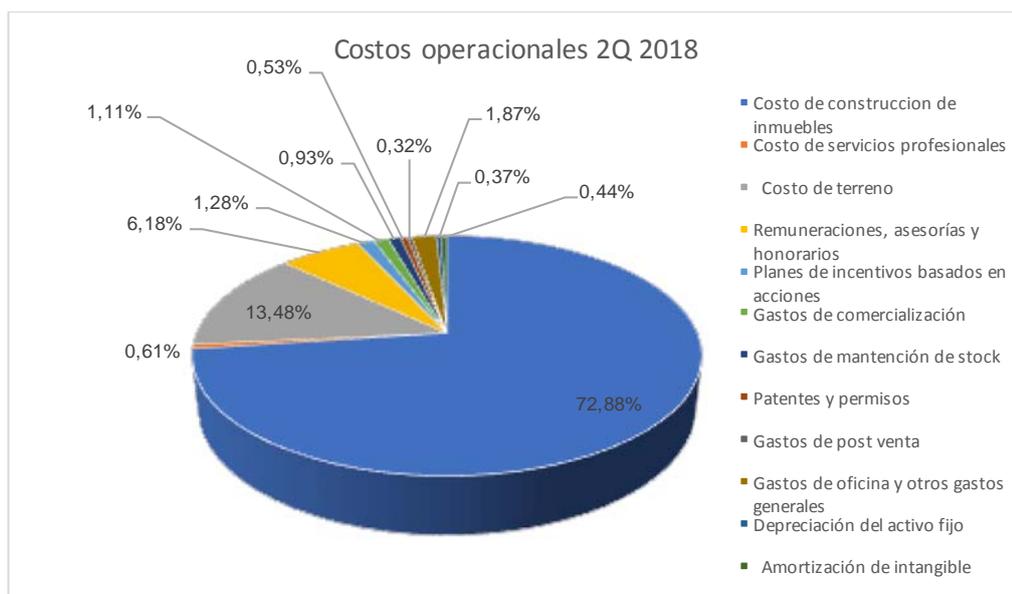
Según los análisis de mercado realizados con años anteriores, es posible observar que el crecimiento del sector de la construcción se encuentre levemente inferior al promedio de los rangos indicados para cada periodo, por lo que se realizo la suposición de que el crecimiento del mercado sería de un 3,20%.

Junto a lo anterior, se realizo un apalancamiento del crecimiento del mercado en relación al beta de la acción (con deuda), lo cual entrega un resultado para el crecimiento de la empresa de un 4,83%

Proyección crecimiento PIB 2019 - 2023	Beta accion con deuda
3,20%	1,508
Crecimiento esperado	
4,83%	

Análisis de los costos Operacionales

Los costos operacionales son aquellos considerados como los participantes directos de la actividad principal del negocio, son aquellos que se relacionan directamente con el core de la compañía y necesarios para desarrollar su actividad. Entre los mas importantes se encuentran los constos de construccion propiamente tal con un 72.88%, luego le siguen los costos de terreno con un 13.48% y posterior a los costos de personal los cuales equivalen al 6.18%.



Cuentas no operacionales

En el siguiente cuadro se realiza la clasificación de las partidas entre aquellas que resultan recurrentes y no recurrentes. Esta definición está ligada a la discriminación entre aquellas que forman parte del negocio principal de la compañía y aquellos que son producto de la interacción de la empresa con el medio económico pero que no es parte de la necesidad de la empresa para desarrollar su actividad principal

PARTIDAS NO OPERACIONALES	CLASIFICACIÓN
Otros ingresos, por función	Recurrente
Otras ganancias (pérdidas)	Recurrente
Ingresos Financieros	Recurrente
Costos financieros	Recurrente
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	No Recurrente
Diferencias de cambio	No Recurrente
Resultado por unidades de reajuste	No Recurrente
Gasto por impuestos a las ganancias	No Recurrente
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	No Recurrente

Análisis de Activos

A continuación se realiza el análisis de las partidas del balance específicamente de los activos realizando la clasificación entre aquellos que son operacionales o ligados directamente al negocio principal y aquellos que no son operacionales por no formar parte de la actividad principal. Además se presentan los pesos ponderados de las partidas en el cual es importante destacar la partida de inventario corriente, que se considera operacional y tiene un 26,9% proporcional al total de activos, también los inventarios no corrientes con un 44%.

ACTIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES			
	M UF	Peso Ponderado	Categorización
Efectivo y equivalentes al efectivo	1007,12	6,9%	no operacional
Otros activos financieros, corrientes	5,02	0,0%	no operacional
Otros activos no financieros, corrientes	518,19	3,6%	no operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	74,74	1,9%	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	71,55	0,5%	operacional
Inventarios, corrientes	3924,45	26,9%	Operacional
Activos por impuestos, corrientes	48,34	30,0%	no operacional
Total Activos Corrientes	5849,41	40,2%	
ACTIVOS NO CORRIENTES			
	M UF	Peso Ponderado	Categorización
Otros activos no financieros, no corrientes	51,05	0,4%	Operacional
Derechos por cobrar, no corrientes	43,4	30,0%	no operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	287,99	2,0%	no operacional
Inventarios, no corrientes	6414,3	44,0%	no operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1498,38	10,3%	no operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	13,79	10,0%	no operacional
Plusvalía	0	0,0%	no operacional
Propiedades, planta y equipo	25,58	20,0%	Operacional
Activos por impuestos diferidos	380,22	2,6%	no operacional
Total Activos No Corrientes	8714,7	59,8%	
TOTAL ACTIVOS	14.564,12	100%	

V. Proyección de EERR

A continuación se presentan las proyecciones del estado de resultados integral para el periodo de años comprendido entre 2018 (completo) y 2023. Para ello la metodología empleada fue la utilización de la proyección de crecimiento para las ventas y junto con el peso ponderado de las partidas, la cual se promedió de la información histórica.

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	Proyección (UF)					
	2018e M UF	2019e M UF	2020e M UF	2021e M UF	2022e M UF	2023e M UF
Ingresos de actividades ordinarias	6.076,57	6.369,80	6.677,18	6.999,39	7.337,15	7.691,22
Costo de ventas	4.184,19	4.386,10	4.597,75	4.819,62	5.052,20	5.296,00
Ganancia bruta	1.892,38	1.983,70	2.079,42	2.179,77	2.284,95	2.395,22
Otros ingresos, por función	21,27	22,29	23,37	24,50	25,68	26,92
Gasto de administración	-588,21	-616,60	-646,35	-677,54	-710,24	-744,51
Otras ganancias (pérdidas)	-29,17	-30,58	-32,05	-33,60	-35,22	-36,92
Ingresos financieros	51,04	53,51	56,09	58,79	61,63	64,61
Costos financieros	-35,85	-37,58	-39,40	-41,30	-43,29	-45,38
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-5,47	-5,73	-6,01	-6,30	-6,60	-6,92
Diferencias de cambio	-60,77	-63,70	-66,77	-69,99	-73,37	-76,91
Resultado por unidades de reajuste	18,84	19,75	20,70	21,70	22,75	23,84
Ganancia antes de impuestos	1.264,06	1.325,06	1.389,00	1.456,03	1.526,29	1.599,95
Gasto por impuestos a las ganancias (23,8%)	450,39	472,12	494,90	518,78	543,82	570,06
Ganancia	813,68	852,94	894,10	937,25	982,47	1.029,88

VI. Proyección de los flujos de Caja Libre

Para poder realizar la proyección de los flujos de caja, se utilizaron los estados de resultados proyectados desde el 2018e hasta el 2022e, para luego proyectar el “Terminal Value” el cual corresponde al año 2023e (Anexo n°4). Para realizar este proceso, se deben realizar dos etapas distintas, en donde primeramente proyectamos el Flujo de Caja Bruto y posteriormente, con los datos obtenidos más los ajustes necesarios, se proyectó el Flujo de Caja Libre.

Flujo de Caja Bruto

El Flujo de Caja Bruto se debe estimar para cada uno de los años proyectados, en donde se debe considerar las siguientes partidas:

Depreciación y Amortización

-Para estos conceptos, se utilizó el promedio de los años 2014 al 2017 ya que de esta manera se logró obtener el valor aproximado que se debería obtener para el año 2018e. Este resultado se mantuvo fijo durante todos los años de la proyección.

Costos e Ingresos Financieros

-Para ambos conceptos se utilizó la proyección, para cada año, en base al porcentaje que estos representan de los ingresos de actividades ordinarias

Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación

-Este concepto incluye varias partidas, las cuales son: Otros Ingresos por función, otras ganancias (perdidas), Participaciones en empresas relacionadas o asociadas, Diferencias de tipo de Cambio y Resultado por unidades de reajuste. Las partidas anteriormente descritas, se han proyectado después de impuestos dado que no son recurrentes.

Con las partidas mencionadas anteriormente, se presentan los Ajustes al Estado de Resultados proyectado y con esto poder determinar el Flujo de Caja Bruto.

AJUSTES	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023 (prepetuidad)
Depreciación de Activo Fijo	55,41	55,41	55,41	55,41	55,41	55,41
Amortización de Activos Intangibles	83,11	83,11	83,11	83,11	83,11	83,11
Ingresos financieros (después de Impuestos)	-38,91	-40,79	-42,77	-44,85	-47,02	-49,31
Costos financieros (después de Impuestos)	27,33	28,65	30,04	31,50	33,03	34,63
Otros Ingresos y gastos fuera de la explotación (después de impuestos)	-19,45	-20,40	-21,39	-22,42	-23,51	-24,65
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.073,54	1.118,48	1.165,58	1.214,95	1.266,69	1.313,60

Flujo de Caja Libre

Luego de calcular el Flujo de Caja Bruto, se debe realizar los ajustes necesarios para obtener el Flujo de Caja Libre. Los ajustes que se deben realizar son:

Inversión en Reposición

Para poder estimar la inversión en reposición, debemos fijarnos en el CAPEX de mantención de la empresa, el cual en este caso no es posible encontrar en la información publicada por la compañía. Dado lo anterior, debemos asumir que el costo o desembolso mínimo para que la compañía pueda continuar con sus operaciones de manera correcta, debe ser el cincuenta por ciento de la depreciación declarada por la misma y para el año 2023, perpetuidad, la inversión en reposición debe ser igual al valor de la depreciación.

	2018*	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Proyección de Depreciación	(55,41)	(55,41)	(55,41)	(55,41)	(55,41)	(55,41)
Inversión de Reposición	(27,70)	(27,70)	(27,70)	(27,70)	(27,70)	(55,41)

*Primer semestre

Nuevas Inversiones

Para poder estimar las Nuevas Inversiones, debemos fijarnos en el CAPEX de inversión de la empresa, el cual en este caso no es posible encontrar en la información publicada por la compañía. Dado lo anterior, se han considerado las partidas de propiedades, plantas y quipos, de los últimos 3 años en estudio, sobre los ingresos de actividades ordinarias y de esta manera se calcula un promedio anual.

Para el año 2023, perpetuidad, se asume que los incrementos anuales del calculo anteriormente indicado, corresponden a nuevas inversiones, debido a que la inversión en reposición no genera un aumento de la vida útil de la maquinaria y/o su valor residual.

	2017 M UF	2016 M UF	2015 M UF
Ingresos de actividades ordinarias	6.228,98	4.243,74	7.612,17
Total de Propiedades, Planta y Equipo, Neto	35,48	35,38	38,86
Proporción	0,57%	0,83%	0,51%

Pormedio	0,638%
-----------------	---------------

	2018* M UF	2019e M UF	2020e M UF	2021e M UF	2022e M UF	2023 (perpetuidad) M UF
Ingresos de actividades ordinarias	6.076,57	6.369,80	6.677,18	6.999,39	7.337,15	7.691,22
Inversion en nuevos proyectos	28,68	15,69	29,35	16,36	30,03	

*Segundo semestre

Exceso o Déficit de Capital de Trabajo

Para estimar el Exceso o Déficit de Capital de Trabajo debemos determinar el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON), en donde debemos tomar en cuentas los activos y pasivos que no generan intereses (Anexo n°3). Luego de calculado el CTON, debemos calcular el RCTON (CTON/Ventas), el promedio de días de operación y los días a financiar.

Activos que no devengan intereses (UF)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 e
Otros activos financieros, corriente	4,03	18,71	75,99	34,61	2,60	5,02	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	360,37	1.112,37	1.455,51	797,81	680,58	274,74	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	68,99	37,69	28,93	4,47	6,62	71,50	
Inventarios	3.338,26	4.291,38	4.293,69	5.137,86	4.979,08	3.924,45	
Activos por impuestos corrientes	10,02	70,62	55,42	83,81	96,60	48,34	
Total	3.781,67	5.530,77	5.909,54	6.058,56	5.765,49	4.324,05	
Pasivos que no devengan intereses (UF)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	765,36	304,29	493,14	411,78	412,02	308,54	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	5,90	35,98	0,24	32,02	67,24	53,47	
otras provisiones a corto plazo	81,65	335,95	503,21	310,79	385,98	87,21	
Pasivos por impuestos corrientes	525,06	180,96	221,68	50,10	115,21	124,04	
Total	1.377,97	857,18	1.218,28	804,70	980,45	573,26	
Capital de trabajo operativo neto (CTON)	2.403,70	4.673,60	4.691,26	5.253,86	4.785,04	3.750,79	3.188,67
Ingresos por actividades ordinarias	3.218,20	5.102,45	7.612,17	4.243,74	6.228,98	2.356,14	3.720,43
RCTON	75%	92%	62%	124%	77%	88%	86%
Exceso /deficit capital de trabajo		-2.269,90	-17,67	-562,59	468,82	1.034,25	562,12
RCTON (días de ventas)	269	330	222	446	277	317	309
Promedio RCTON (días de ventas)	310						
Promedio RCTON	86%						

Según los datos obtenidos para el año 2018 (primer semestre), no es posible realizar una comparación objetiva con los años anteriores, situación por la cual se agrego el año 2013 y con los datos de dicho año y hasta el año 2017, se realizo un promedio de los ingresos de actividades ordinarias y RCTON. Para calcular CTON, se realiz el calculo de la proyección de ventas multiplicado por RCTON y el exceso o déficit de capital de trabajo corresponde a la diferencia entre el primer semestre del 2018 y el CTON calculado para el 2018 en su totalidad.

En base a los datos obtenidos, se puede indicar que existe un exceso de capital de trabajo para el año 2018, por un total de UF 562.117,42.

Según los datos obtenidos, se realizó el cálculo de capital de trabajo para la proyección hasta el año 2023, con lo cual se generó el Flujo de Caja Libre:

Inversión en Reposición	-19,03	-32,59	-34,16	-35,81	-37,54	-78,70
Inversión en capital físico	23,73	40,63	42,60	44,65	46,81	
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	0,00	-674,34	-263,45	-276,16	-289,49	
FLUJO DE CAJA LIBRE	250,02	-10,61	436,13	460,99	487,04	906,20

VII. Valoración Económica de la Empresa y su precio de acción

Para poder calcular el valor de mercado de la compañía, lo primero que se debe realizar es determinar aquellos ítems adicionales que puedan aportar o restar valor y que no son parte directa de la operación. Los cuales son:

Activos Prescindibles

Los Activos prescindibles se determinaron como aquellos definidos como Activos No Operacionales al 30 de junio de 2018. Esta definición consideró aquellos activos que no son parte del Core Bussines de la compañía y que por lo tanto pueden ser vendidos en cualquier momento sin perder parte significativa de su valor.

Activos No Operacionales	30-06-2018	
	\$	UF
Activos Financieros	\$ 136.336	5,02
Activos no financieros	\$14.073.508	518,19
Inversiones contabilizadas utilizando el metodo de la participación	\$40.694.038	1.498,38
Otros activos no financieros no corrientes	\$ 1.386.412	51,05
Efectivo y Equivalente	\$27.352.146	1.007,12
total activos prescindibles	\$83.642.440	3.079,76

Deuda Financiera:

La deuda financiera al 30 de junio de 2018 es la misma que fue presentada anteriormente, en la sección de estructura de capital.

	31-12-2014 M UF	31-12-2015 M UF	31-12-2016 M UF	31-12-2017 M UF	30-06-2018 M UF
Pasivos Financieros Corrientes	3.383,67	3.145,17	3.410,07	3.312,39	3.074,36
Pasivos Financieros no Corrientes	1.911,81	2.726,24	3.699,78	4.018,45	3.646,05
Deuda Financiera	5.295,48	5.871,41	7.109,85	7.330,84	6.720,41

Terminal Value

Para calcular el Valor Terminar (Terminal Value), se tomaron los flujos perpetuos del año 2018 en adelante, lo cual se puede ver en la siguiente tabla:

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023 (prepetuidad)
FLUJO DE CAJA LIBRE	250,02	-10,61	436,13	460,99	487,04	906,20
Perpetuidad					14877,74	
Fujo de caja + V.T.	250,02	-10,61	436,13	460,99	15364,78	
Flujo de caja descontado	235,66	-9,43	365,24	363,89	11432,30	

Finalmente, se procede a realizar la valorización de la compañía a través de Flujos de Caja Libre, el cual queda de la siguiente manera:

Valoración	
Flujo de caja descontado	12.387,67
Activos prescindible	3.079,76
Deficit Cap. Trabajo	562
Deuda financiera	-6.720,41
Pat. Economico	9.309,1
Cantidad de acciones	283.369.203
UF 30-06-2018	\$ 27.432,10
Valor pesos	\$ 255.369.108
Valor de la acción proyectado	\$ 901,19
Valor acción 30 junio 2018	\$ 943,00
Variacion en %	-4,43%

Con los datos obtenidos, es posible corroborar que el Patrimonio Económico de la compañía es de (M) UF 9.309,1 y el valor de la acción al 31 de junio de 2018 debiese haber sido de \$901,19, por lo cual se encuentra 4,43% por debajo del valor real estimado por el mercado en la misma fecha.

VIII. Conclusiones

En el presente informe se desarrollo como valorizar la acción de la empresa Paz Corp S.A., a través del método de flujo de caja descontado.

Según los cálculos realizados mediante flujo de caja descontados, el valor de la acción de Paz Corp S.A. al final del mes de junio 2018 es de \$901,19, pero el valor de la misma acción en el mercado es de \$943,00. Situación que refleja una sobrevaloración por parte del mercado, por un 4,43% del valor real.

La valoración mediante este modelo, implico la utilización de la información financiera histórica, de los últimos 5 años (Desde el 2014 a junio 2018). Con esta información, se realizaron diversos cálculos y parámetros que permitieron desarrollar una proyección de ingresos y flujos, complementándolos con la información del sector en que se desempeña la empresa, junto con la información del mercado lo que permitió establecer criterios y tomar decisiones razonables sobre los distintos factores y supuestos que se realizaron, para lograr un resultado coherente y consistente.

Con relación a los ingresos de la compañía, es posible observar que existen altos niveles de volatilidad durante los últimos años, situación por la cual se tuvo que analizar cuidadosamente la evolución y posible estacionalidades de la demanda, debido a que la proyección de estos implicó relacionarlos con un factor consistente en el tiempo y de esta manera poder correlacionarlos con el sector inmobiliario. Debido a lo anterior, se tomo los decisión de que las expectativas de crecimiento fuesen en base el crecimiento del PIB proyectado, esto debido a que se encuentra fuertemente correlacionado sector inmobiliario.

Paz Corp S.A. presenta un margen operacional promedio, de los últimos 5 años, de un 32%, lo que indica que independientemente de la volatilidad de sus ingresos, se puede indicar que sus costos son relativamente constantes en el tiempo. Es por lo anterior que se puede suponer que la empresa, independientemente de los ciclos económicos que se enfrenten a futuro, existe una posibilidad de minimizarlos y generar una cierta estabilidad en su operación y por ende una capacidad estable en la generación de flujos.

Si bien es posible observar que el mercado se encuentra sobrevalorando el precio de la acción de la empresa, es de suma importancia tener cierto recelo, cautela y responsabilidad al momento de tomar decisiones con la sola base del presente informe, ya que la metodología utilizada cuenta con la generación de varios supuestos (basados en información histórica de la empresa y del mercado), lo cual genera un cierto nivel de riesgo, ya que los proyectos y la información de mercado existente en estos momentos, se podrían distorsionar en el tiempo lo que generaría una distorsión o ajuste al precio de la acción, sumado a lo anterior es necesario notar que el precio calculado se encuentra directamente relacionado a las expectativas futuras de crecimiento y desempeño de la empresa y el mercado.

IX. Bibliografía

- <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76488180&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=33>
- <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=92434000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=33>
- http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=96885880&rut_inc=&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAA AkaAAe&mm=09&aa=2013&tipo=C&orig=lista&control=svs&tipo_norma=IFRS&pestanía=3
- http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=94840000&rut_inc=&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AABbBQABwAA AA5OAAE&mm=09&aa=2013&tipo=C&orig=lista&control=svs&tipo_norma=IFRS&pestanía=3
- <https://www.msn.com/es-cl/dinero/economy/el-fmi-prev%C3%A9-un-crecimiento-de-chile-del-4-percent-en-2018-y-del-34percent-en-2019/ar-BBO8caZ>
- https://www.paz.cl/Portals/0/Informes_Trimestrales/201806-Quarterly-Report.pdf
- <http://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/paz-corp-s-a-2/informes-42/2841-paz-corp-resena-anual-de-clasificacioin-abril-2018/file>

X. Anexos

Anexo n°1

VALOR UF 2014	VALOR UF 2015	VALOR UF 2016	VALOR UF 2017	VALOR UF 2018
24627,1	25629,09	26347,98	26798,14	27158,77

ACTIVOS	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018
	M UF				
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.445,26	1.489,78	883,17	850,80	1.007,12
Otros activos financieros, corrientes	20,84	81,34	36,03	2,67	5,02
Otros activos no financieros, corrientes	249,95	355,67	523,26	726,70	518,19
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	1.239,06	1.557,90	830,63	696,68	274,74
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	41,98	30,97	4,65	6,78	71,55
Inventarios, corrientes	4.780,17	4.595,75	5.349,26	5.096,87	3.924,45
Activos por impuestos, corrientes	78,67	59,32	87,26	98,89	48,34
Total Activos Corrientes	7.855,94	8.170,73	7.714,28	7.479,38	5.849,41
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos no financieros, no corrientes	51,64	64,61	125,14	23,51	51,05
Derechos por cobrar, no corrientes	108,06	83,45	66,97	51,34	43,40
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	39,93	246,48	0,00	23,00	287,99
Inventarios, no corrientes	3.214,04	3.808,29	5.396,07	6.221,57	6.414,30
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	953,02	965,46	1.327,19	1.312,59	1.498,38
Activos intangibles distintos de la plusvalía	66,00	47,12	32,98	20,15	13,79
Plusvalía	34,84	0,00	0,00	0,00	0,00
Propiedades, planta y equipo	98,50	41,60	36,84	36,32	25,58
Activos por impuestos diferidos	176,14	135,28	221,09	309,48	380,22
Total Activos No Corrientes	4.742,15	5.392,29	7.206,27	7.997,96	8.714,70
TOTAL ACTIVOS	12598,09	13563,02	14920,54	15477,34	14564,12

PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	1-12-2017	30-06-2018
	M UF				
PASIVOS CORRIENTES					
Otros pasivos financieros, corrientes	3383,67	3145,17	3410,07	3312,39	3074,36
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	338,95	527,84	428,73	421,77	308,54
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	40,08	0,26	33,34	68,83	53,47
Otras provisiones, corrientes	374,21	538,61	323,58	395,12	87,21
Pasivos por impuestos, corrientes	201,57	237,28	52,16	117,93	124,04
Otros pasivos no financieros, corrientes	951,64	556,06	756,83	469,03	391,01
Total Pasivos Corrientes	5290,12	5005,21	5004,71	4785,06	4038,63
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros, no corrientes	1911,81	2726,24	3699,78	4018,45	3646,05
Cuentas por pagar, no corrientes	512,42	0,00	0,00	0,00	0,00
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	330,67	325,68	284,05	311,38	426,65
Otras provisiones, no corrientes	44,04	42,57	55,32	90,98	69,92
Pasivo por impuestos diferidos	10,96	16,13	3,16	0,00	0,00
Otros pasivos no financieros, no corrientes	136,20	194,24	259,33	316,10	265,90
Total Pasivos No Corrientes	2946,10	3304,87	4301,64	4736,91	4408,52
TOTAL PASIVOS	8236,21	8310,08	9306,35	9521,97	8447,14
PATRIMONIO NETO					
Capital emitido	2131,50	2048,17	1992,28	1958,82	1932,81
Ganancias (pérdidas) acumuladas	1684,26	2563,50	2962,81	3402,66	3705,27
Primas de emisión	453,18	435,47	423,58	416,47	410,94
Otras reservas	56,92	37,94	21,14	-92,97	-72,58
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	4325,87	5085,07	5399,82	5684,98	5976,43
Participaciones no controladoras	36,01	167,87	214,37	270,40	140,54
Patrimonio Total	4361,88	5252,95	5614,19	5955,38	6116,97
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	12598,09	13563,02	14920,54	15477,34	14564,12

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Ingresos de actividades ordinarias	5102,45	7612,17	4243,74	6228,98	2356,14
Costo de ventas	-3611,13	-5110,38	-2864,98	-4379,77	-1542,63
Ganancia bruta	1491,32	2501,79	1378,76	1849,20	813,51
Otros ingresos, por función	6,40	24,75	26,32	13,10	4,57
Gasto de administración	-399,11	-446,70	-492,92	-635,97	-231,14
Otras ganancias (pérdidas)	-62,06	-33,96	-3,61	4,05	1,29
Ingresos financieros	39,52	51,78	49,77	30,21	19,51
Costos financieros	-40,84	-29,80	-11,64	-38,28	-14,48
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	94,44	-46,21	-9,42	-56,70	-7,40
Diferencias de cambio	5,58	1,82	5,36	-10,24	-4,54
Resultado por unidades de reajuste	-39,22	-18,84	-1,79	-3,83	2,65
GANANCIA ANTES DE IMPUESTO	1096,04	2004,62	940,82	1151,55	583,98
Gasto por impuestos a las ganancias	-182,01	-478,39	-152,59	-231,45	-166,91
GANANCIA	914,02	1526,24	788,23	920,10	417,07

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2014	2015	2016	2018	jun-18
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Ingresos de actividades ordinarias	5102,45	7612,17	4243,74	6228,98	2356,14
Costo de ventas	-3611,13	-5110,38	-2864,98	-4379,77	-1542,63
Ganancia bruta	1491,32	2501,79	1378,76	1849,20	813,51
Otros ingresos, por función	6,40	24,75	26,32	13,10	4,57
Gasto de administración	-399,11	-446,70	-492,92	-635,97	-231,14
Otras ganancias (pérdidas)	-62,06	-33,96	-3,61	4,05	1,29
Ingresos financieros	39,52	51,78	49,77	30,21	19,51
Costos financieros	-40,84	-29,80	-11,64	-38,28	-14,48
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se	94,44	-46,21	-9,42	-56,70	-7,40
Diferencias de cambio	5,58	1,82	5,36	-10,24	-4,54
Resultado por unidades de reajuste	-39,22	-18,84	-1,79	-3,83	2,65
Ganancia antes de impuesto	1096,04	2004,62	940,82	1151,55	583,98
Gasto por impuestos a las ganancias (23,8%)	-182,01	-478,39	-152,59	-231,45	-166,91
GANANCIA	914,02	1526,24	788,23	920,10	417,07

Anexo n°2

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
	M UF					
Ingresos de actividades ordinarias	6.076,57	6.369,80	6.677,18	6.999,39	7.337,15	7.691,22
Costo de ventas	4.184,19	4.386,10	4.597,75	4.819,62	5.052,20	5.296,00
Ganancia bruta	1.892,38	1.983,70	2.079,42	2.179,77	2.284,95	2.395,22
Otros ingresos, por función	21,27	22,29	23,37	24,50	25,68	26,92
Gasto de administración	-588,21	-616,60	-646,35	-677,54	-710,24	-744,51
Otras ganancias (pérdidas)	-29,17	-30,58	-32,05	-33,60	-35,22	-36,92
Ingresos financieros	51,04	53,51	56,09	58,79	61,63	64,61
Costos financieros	-35,85	-37,58	-39,40	-41,30	-43,29	-45,38
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-5,47	-5,73	-6,01	-6,30	-6,60	-6,92
Diferencias de cambio	-60,77	-63,70	-66,77	-69,99	-73,37	-76,91
Resultado por unidades de reajuste	18,84	19,75	20,70	21,70	22,75	23,84
Ganancia antes de impuestos	1.264,06	1.325,06	1.389,00	1.456,03	1.526,29	1.599,95
Gasto por impuestos a las ganancias (23,8%)	450,39	472,12	494,90	518,78	543,82	570,06
Ganancia	813,68	852,94	894,10	937,25	982,47	1.029,88

Anexo n°3

Activos que no debengan intereses (UF)	2014	2015	2016	2017	2018
Otros activos financieros, corriente	18,71	75,99	34,61	2,60	4,97
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1112,37	1455,51	797,81	680,58	272,00
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	37,69	28,93	4,47	6,62	70,84
Inventarios	4291,38	4293,69	5137,86	4979,08	3885,35
Activos por impuestos corrientes	70,62	55,42	83,81	96,60	47,86
Total	5530,77	5909,54	6058,56	5765,49	4281,01
Pasivos que no debengan intereses (UF)					
Pasivos por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	304,29	493,14	411,78	412,02	305,47
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	35,98	0,24	32,02	67,24	52,93
otras provisiones a corto plazo	335,95	503,21	310,79	385,98	86,34
Pasivos por impuestos corrientes	180,96	221,68	50,10	115,21	122,81
Total	857,18	1218,28	804,70	980,45	567,54