

SOBREPONDERAR

20 de octubre de 2011

Pamela Auszenker

pauszen@bci.cl

(56 2) 692 8928

Resumen Actualización

Recomendación	"Sobreponderar"
Riesgo	"Muy Alto"
Precio Objetivo (\$)	407
Rango Precio 52 Semanas	\$170 - \$589
Retorno Esperado Precio	62,1%
Retorno Esperado Dividendo	0,6%
Retorno Esperado Total	62,6%

Información Bursátil

Rentabilidad Acción 2011	-52,1%
Rentabilidad Acción 12M	-35,5%
Market Cap MMUS\$	139
Floating	40%
Ticker Bloomberg	PAZ CI
Volúmen Diario Transado 12 M (MM\$)	340
ADR (Conversión)	-

Ratios Bursátiles	2010	2011E	2012E
UPA (MM\$)	16,8	4,8	10,0
P/U 12 M	31,2	64,5	40,6
B/L 12 M	2,0	1,1	1,4
EV/Ebitda 12 M	18,3	14,5	17,1

Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

Ver información relevante al final de este documento.

Paz

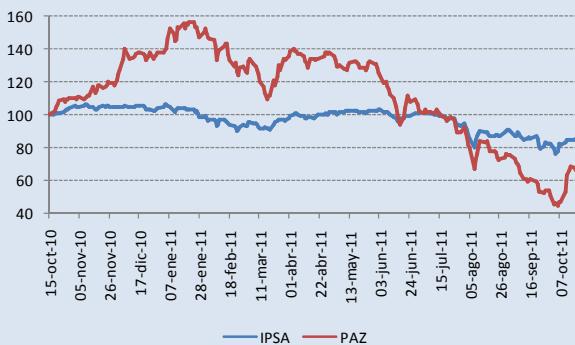
Alto Riesgo/Retorno

Precio Objetivo: \$407 Precio Actual: \$251

- Hemos actualizado nuestro precio objetivo para los papeles de Paz, estimando un valor de \$407 por acción en un horizonte de inversión de 12 a 18 meses (desde \$447). Lo anterior, dado el precio actual de \$251 por acción, entrega una rentabilidad esperada de 62,1%, con lo cual nuestra recomendación es Sobreponderar.
- Las principales diferencias con respecto a la estimación del año 2010 (Precio Objetivo \$447) radican en: (1) Reactivación del sector más rápido de lo estimado y mejora operacional para 2010 y 2011, aunque algo más desacelerado para los próximos años; (2) Concreción de riesgo alcista con aceleración del negocio en Perú y Brasil por sobre lo estimado; (3) Fuerte aumento del WACC debido principalmente a incremento del beta y riesgo país.
- Mantenemos las buenas perspectivas para la compañía afirmadas en el informe anterior, destacando: (1) Buen desempeño del sector construcción; (2) Diversificación geográfica de la compañía; (3) Mejora operacional.
- Con todo, consideramos que el fuerte ajuste que han experimentado los papeles de Paz en el año responde a la naturaleza procíclica de la compañía en un ambiente de "safe-haven" o búsqueda de instrumentos menos riesgosos, y no a sus fundamentales. Así, creemos que los niveles actuales de precio presentan una oportunidad atractiva, ciertamente sujeto a un alto nivel de riesgo que dice relación con los vaivenes del mercado, y no necesariamente con la compañía en sí.
- En esta línea, realizamos una sensibilización de nuestro modelo ante un escenario adverso en términos económicos. Si consideramos un nivel de lanzamientos similar al 2008/2009/2010 para los años 2012/2013/2014, y un nivel de escrituración acorde a ello, obtenemos un precio objetivo de \$327 por acción (19,6% menor al escenario base, pero aún con upside de 30%). Más aún, el precio actual de la compañía se condice con un WACC de 11,8% bajo un escenario base y de 11,2% con el escenario adverso.

Hemos actualizado nuestro precio objetivo para los papeles de Paz a \$407 por acción en un horizonte de inversión de 12 a 18 meses (desde \$447). Lo anterior, y considerando que el precio actual de los títulos de la compañía es de \$251, otorga un upside potencial de 62,1%, por lo que nuestra recomendación es sobreponderar. **Los fundamentos que respaldan nuestra recomendación son, principalmente: (1) Buen desempeño del sector construcción, que debiera tender a acelerar el crecimiento por sobre el PIB, dado el rezago mostrado. En esta línea, destacamos la reactivación de los**

FIGURA 1: EVOLUCIÓN ACCIÓN PAZ VS IPSA (BASE 100 OCTUBRE 2010)



Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

lanzamientos, que debiera retornar a niveles pre-crisis; (2) Profundización de la diversificación geográfica, hacia regiones de Chile y a Perú y Brasil, países con alto potencial de crecimiento. Asimismo, reiteramos el riesgo alcista de entrada a un nuevo país de la región, probablemente Colombia, de la mano probablemente de un socio local; (3) Mejora operacional, que se traduce en aumento en la participación de Paz en los proyectos, y a su vez en una mejora en los márgenes operacionales.

Finalmente, cabe destacar que la presente recomendación está sujeta a ciertos riesgos que se resumen en: (1) Escenario económico menos favorable que nuestras estimaciones; (2) Aumento en precios de materias primas y costos; (3) Cambios regulatorios; y (4) Retraso en la ejecución de proyectos.

ESTADOS FINANCIEROS

Estado de Resultados (MM\$)	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos Ordinarios	91.223	77.676	86.699	107.860
Resultado Operacional	5.444	6.381	7.471	15.797
<i>Margen Operacional</i>	6,0%	8,2%	8,6%	14,6%
Ebitda	12.388	10.737	11.592	20.554
<i>Margen Ebitda</i>	13,6%	13,8%	13,4%	19,1%
Ganancia Atribuible a Controladores	4.733	1.351	2.825	7.751
<i>Margen Neto</i>	5,2%	1,7%	3,3%	7,2%

Balance (MM\$)	2010	2011E	2012E	2013E
Activos Corrientes	139.495	125.873	145.476	175.369
Activos no Corrientes	83.809	81.551	84.090	83.589
Total Activos	223.305	207.424	229.566	258.958
Pasivos Corrientes	108.389	94.353	96.777	102.659
Pasivos no Corrientes	39.577	36.321	53.558	70.099
Total Pasivos	147.966	130.674	150.335	172.758
Patrimonio	75.338	76.750	79.231	86.200
Total Pasivos + Patrimonio	223.304	207.424	229.566	258.958

RATIOS FINANCIEROS

Ratios	2010	2011E	2012E	2013E
Liquidez				
Razón Corriente	1,29	1,33	1,50	1,71
Test Ácido	0,54	0,50	0,54	0,60
Permanencia Inventarios (Días)	436	500	540	560
Solvencia				
Leverage	1,96	1,70	1,90	2,00
Deuda Neta/Ebitda	7,7	9,4	8,5	4,7
Cobertura de Intereses	4,0	1,7	1,7	2,8
Deuda Corriente/Deuda Total	0,73	0,72	0,64	0,59
Rentabilidad				
ROE	6,3%	1,8%	3,6%	9,0%
ROA	2,1%	0,7%	1,2%	3,0%

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

¿Qué ha cambiado desde el 2010?

Los resultados de Paz Corp para el 2010 fueron bastante superiores a nuestras estimaciones, dando cuenta de un adelantamiento del mejor escenario previsto. En esta línea, destacamos no sólo los mayores ingresos obtenidos, sino además una mejora importante en los márgenes operacionales y el porcentaje de participación de Paz en los proyectos, tendencias que esperamos se mantengan.

TABLA 1: DESVIACIÓN RESULTADO REAL 2010 VS ESTIMACIONES OCTUBRE 2010

CHILE (UF)	2010E OCT	2010 REAL	Desviación
Lanzamientos	4.711.883	2.412.641	-48,8%
Escrituración	5.613.251	5.565.000	-0,9%
% Propiedad	45%	68%	23%

(MM\$)	2010E OCT	2010 REAL	Desviación
Ingresos Inmobiliarios	57.254	84.370	47%
Chile	55.292	82.488	49%
Perú	1.962	1.882	-4%
Brasil	0	0	-
Ingresos Consolidados	63.207	91.223	44%
Resultado Operacional	2.852	5.444	91%
Ebitda	6.055	12.388	105%
Margen Ebitda	9,6%	13,6%	4%
Utilidad	2.022	4.733	134%

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

En tanto, si bien en Chile esperamos un menor nivel de actividad –de la mano de una recuperación algo menor en el sector, y que hace eco para la compañía–, la expansión prevista para los negocios internacionales –Perú y Brasil– es bastante superior a lo estimado el año pasado, más que compensando el efecto de Chile. Así, el buen desempeño que muestran los negocios afuera nos llevan a prever mayores ingresos para los próximos años.

**TABLA 2: CAMBIO EN ESTIMACIONES OPERACIONALES PRINCIPALES
OCTUBRE 2010 VS 2011**

CHILE (UF)	ESTIMACIÓN OCTUBRE 2010			
	2010E	2011E	2012E	2013E
Lanzamientos	4.711.883	5.007.000	7.000.000	7.000.000
Escrituración	5.613.251	3.431.487	4.111.218	5.147.277
% Propiedad	45,0%	55,0%	60,0%	62,0%

CHILE (UF)	ESTIMACIÓN OCTUBRE 2011			
	2010A	2011E	2012E	2013E
Lanzamientos	2.412.641	4.749.823	4.987.314	5.136.934
Escrituración	5.738.826	4.773.208	4.399.246	4.401.132
% Propiedad	65,7%	55,0%	60,0%	65,0%

ESTIMACIÓN OCTUBRE 2010			
MM\$	2011E	2012E	2013E
Ingresos Inmobiliarios	48.733	69.954	83.682
Chile	42.551	57.283	76.333
Perú	5.364	5.937	6.482
Brasil	817	6.734	867
Ingresos Consolidados	50.675	65.718	85.091
Resultado Operacional	1.030	3.834	15.810
Ebitda	4.147	6.651	18.918
Margen Ebitda	8,2%	10,1%	22,2%
Utilidad	57	2.848	13.888

ESTIMACIÓN OCTUBRE 2011			
MM\$	2011E	2012E	2013E
Ingresos Inmobiliarios	69.474	78.258	99.169
Chile	59.419	61.833	69.025
Perú	10.055	16.425	19.926
Brasil	0	0	10.218
Ingresos Consolidados	77.676	86.699	107.860
Resultado Operacional	6.381	7.471	15.797
Ebitda	10.737	11.592	20.554
Margen Ebitda	13,8%	13,4%	19,1%
Utilidad	1.351	2.825	7.751

Finalmente, hemos ajustado al alza el WACC de la compañía, desde 9% en octubre 2010 a 10,6%. Lo anterior, explicado por dos razones: (1) aumento del beta, que pasó de 1,2 a 1,38, reflejando la mayor volatilidad de la acción, especialmente ante escenarios de tendencia negativa para el indicador local; (2) aumento del riesgo país de Perú y en menor medida de Chile. Asimismo, reflejamos el hecho de que la acción es bastante riesgosa en épocas de ajustes bursátiles, precisamente por ser una compañía enmarcada en un sector muy sensible al ciclo económico.

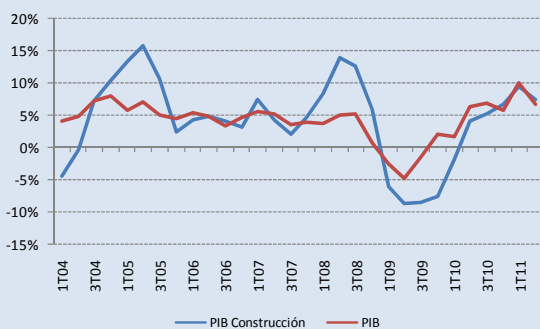
Fundamentos de Inversión

Los fundamentos de largo plazo de la compañía no han cambiado mayormente desde octubre pasado. Es así como nuestra recomendación de Sobreponderar se basa en tres ejes: (1) Mejora en las perspectivas para el sector construcción, dada la recuperación económica; (2) Diversificación geográfica hacia regiones de Chile y a Perú y Brasil, países con alto potencial de crecimiento; (3) Consolidación de proyectos actuales.

Auspiciosas Perspectivas de Crecimiento para la Industria

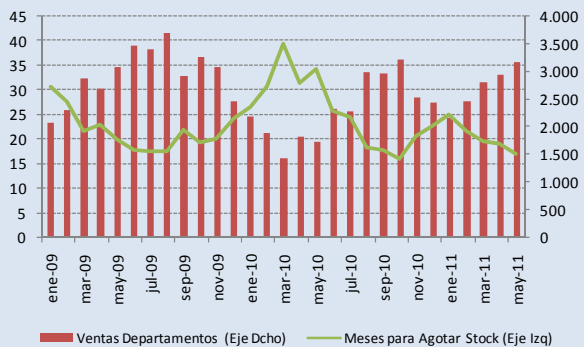
Ciertamente existe una relación muy estrecha entre el crecimiento económico del país y el sector construcción. Más aún, este último es sumamente sensible a los ciclos económicos, mostrando una elasticidad de 1,5 veces el crecimiento del PIB (Figura 2). En esta línea, el sector construcción – que representa en torno a 7% del PIB de Chile– se vio fuertemente afectado por la crisis económica que experimentó el país durante el 2009 (donde la actividad se contrajo un 1,5%), exhibiendo una contracción de 5,2%. Posterior a ello, sin embargo, hemos visto un crecimiento bastante más pronunciado en el sector construcción, el que al 1T11 ya mostró tasas de crecimiento similares

FIGURA 2: EVOLUCIÓN PIB CHILE VS PIB CONSTRUCCIÓN



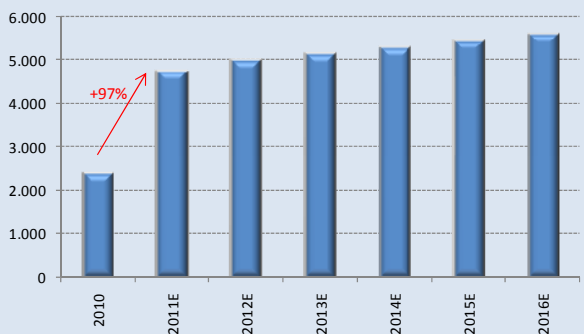
Fuente: Banco Central de Chile (BCCh); BCI Estudios.

FIGURA 3: VENTAS DE DEPARTAMENTOS Y STOCK A NIVEL NACIONAL



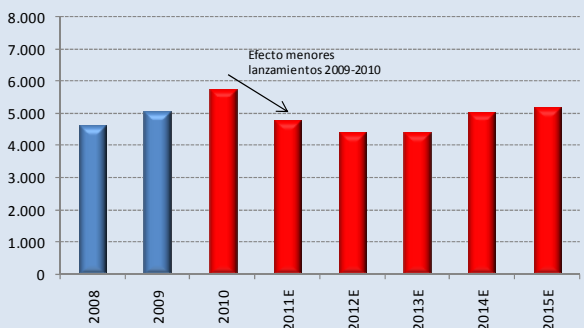
Fuente: Cámara Chilena de la Construcción; BCI Estudios.

FIGURA 4: LANZAMIENTOS ESTIMADOS DE PROYECTOS (MILES UF)



Fuente: BCI Estudios.

FIGURA 5: EVOLUCIÓN ESTIMADA ESCRITURACIÓN (MILES UF)



Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

a las del producto bruto, registrando sin embargo cierto rezago en ello (Figura 3). En esta línea, y considerando las buenas perspectivas de crecimiento para el país –entre 6,1% y 7,1% para este año, y en torno a 5% en el largo plazo–, el sector construcción debiera mostrar también interesantes perspectivas.

Todo lo anterior ya está teniendo un impacto positivo sobre los resultados de Paz a través de dos canales: (1) Reactivación de construcción y lanzamientos de proyectos paralizados, favoreciendo los ingresos por venta de años futuros; (2) Reactivación de las ventas, con la consecuente disminución de los inventarios y, por tanto, disminución del capital de trabajo a financiar.

Respecto al primer punto, la compañía lanzó proyectos con una venta potencial de UF2,4 millones durante el 2010, cifra que según nuestras proyecciones tenderá a mostrar un incremento sustancial este año, tendencia que debiera continuar hacia adelante. Así, estimamos que el 2011 los lanzamientos alcanzarán UF4,7 millones, cifra que crecerá a una tasa de 3% en el largo plazo (Figura 4), lo que comenzará a tener un efecto positivo en los ingresos marginalmente a partir del año 2012 y con mayor fuerza el 2013, considerando que desde el lanzamiento hasta el inicio de escrituración – momento en que se reconocen los ingresos–, transcurren entre 1,5 y 2 años.

A pesar de lo anterior, cabe recordar que durante el 2008 y 2009 producto de la crisis se paralizaron numerosos lanzamientos de proyectos, lo que repercutirá en los ingresos de este año. **De esta manera, estimamos una caída de 16,8% en las escrituraciones del 2011 (que alcanzarán en torno a UF4,8 millones sólo en Chile).** Similar situación se dará en el año 2012, donde esperamos que el nivel de escrituración ascienda a UF4,4 millones, registrando una caída de 7,8%. Sin embargo, a partir del año 2014 esperamos ver una recuperación importante, con un crecimiento de 14% en el nivel de escrituración, para luego ir disminuyendo la pendiente de crecimiento, y estabilizarse en torno a 3% anual en el largo plazo (Figura 5).

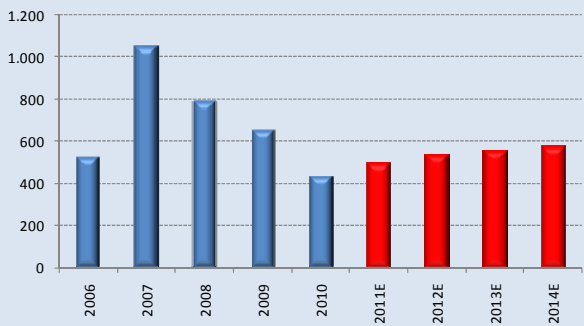
En tanto, ciertamente la reactivación en el nivel de ventas ha tenido un efecto positivo en los inventarios de la compañía (Figura 6). Si entre los años 2005-2008 los días de permanencia de inventarios (similar aunque no igual a días para agotar stock) promediaron 830, en el 2009 dicho indicador se disparó hasta casi 1.300 días, lo que derivó en mayores necesidades de financiamiento de capital de trabajo, y un consecuente incremento en los niveles de deuda. Sin embargo, ya el 2010 se vio una caída violenta, alcanzando los 436 días. En el largo plazo esperamos que se estabilicen en torno a 580 días (19 meses).

Diversificación Geográfica

La compañía ha continuado profundizando su internacionalización en Perú y Brasil, anunciando nuevos proyectos en estos países, que contribuyen a la diversificación geográfica.

En esta línea, destacamos el fuerte crecimiento esperado en Perú, en donde la compañía cuenta con dos *joint ventures*: el primero con el grupo Centenario, asociado al Grupo Romero y Credicorp, donde cuentan con el 50% de la

FIGURA 6: EVOLUCIÓN PERMANENCIA INVENTARIOS (DÍAS)



Nota: Calculado en base a cifras consolidadas proporcionalmente. Corresponde a $(365 / (\text{Costo de Venta} / \text{Inventarios}))$.

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

propiedad, estando ésta dedicada a la construcción de edificios. En segundo lugar, mantienen una sociedad con el mismo grupo Centenario y Global –con un 33% de participación cada uno–, dedicada a la construcción de casas.

En la actualidad la compañía cuenta con 7 proyectos de departamentos –con una venta potencial de algo más de UF2 millones– y 3 de casas –con venta potencial de UF2,3 millones–, a la vez que un banco de 10 terrenos comprados, lo que le permitirá continuar con la expansión en Perú.

Con todo, estimamos que el nivel de escrituración el 2011 ascenderá a algo por sobre el millón de UF entre ambas sociedades, lo que se traducirá en ingresos en torno a \$10.000 millones. Asimismo, esperamos que estos muestren un crecimiento de 64% el 2012, el que se estabilizará en torno a 10% en el largo plazo. Sin embargo, **destacamos que hemos sido bastante conservadores en nuestras estimaciones, siendo precisamente una aceleración de los proyectos en Perú uno de los principales riesgos alcistas a nuestra recomendación.**

Por otra parte, en el 2009 Paz anunció la entrada a Brasil, para lo cual firmó dos *joint ventures* con la constructora Engelux y YPS. La etapa inicial en Brasil implica un plan de 2 años para el desarrollo de entre 2 a 4 proyectos. A la fecha, ya fue lanzado el primer proyecto, el cual cuenta con una venta potencial de UF547 mil. Con todo, estimamos que el crecimiento en este país será tímido en un comienzo, comenzando recién a ver ingresos hacia el 2013.

A nuestro parecer, uno de los principales atractivos de Paz es precisamente la diversificación geográfica. Además, hay que considerar que la expansión a otros países va de la mano de socios locales, disminuyendo así el riesgo operacional de enfrentar distintas idiosincrasias. Latinoamérica como región presenta perspectivas económicas sumamente auspiciosas para los próximos años –siendo Brasil y Perú dos claros ejemplos de ello–. **De la mano de lo anterior, los sectores construcción en ambos países debieran mostrar un alto dinamismo en los años venideros, considerando que las necesidades de viviendas son abismales.**

Con todo, el principal riesgo alcista de nuestra valoración proviene precisamente de una mayor profundización de las operaciones de la compañía en Brasil y especialmente en Perú, a la vez que levantamos el positivo riesgo de expansión a un cuarto país de Latinoamérica, probablemente Colombia, siempre en conjunto con un socio local.

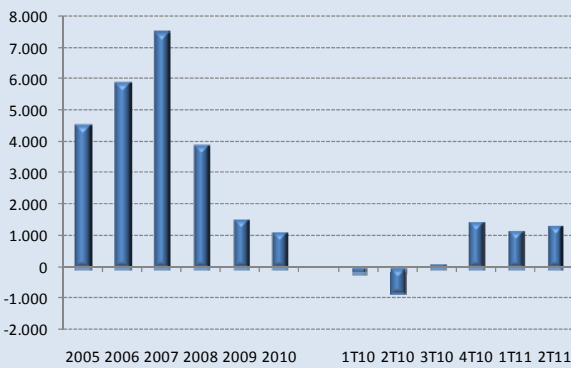
Consolidación Proyectos Actuales y Mejora en Manejo

Finalmente, la tercera principal fuente de creación de valor proviene de la mejora operacional que ha comenzado a mostrar la compañía en términos de manejo de proyectos y todo lo que ello involucra –proceso de promesas, desestimientos, márgenes estimados y porcentaje de participación en ellos, entre otros–.

Promesas y Desestimientos

Ya en los últimos tres trimestres la compañía dio un vuelco de tendencia, mostrando promesas netas –brutas menos desestimientos– positivas y

FIGURA 7: EVOLUCIÓN PROMESAS NETAS (MILES UF)



Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

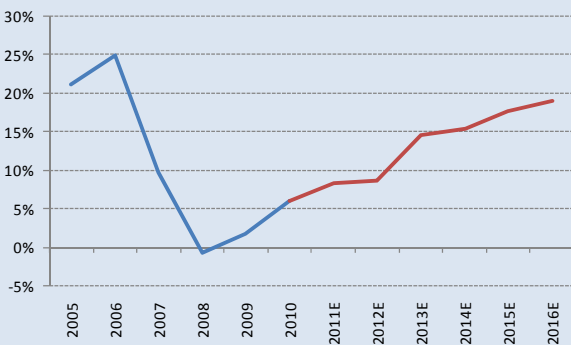
crecientes, denotando que el plan de limpieza de la cartera de promesas que llevó a cabo la compañía ha surgido efecto. En esta línea, sólo en el 4T10 las promesas netas fueron equivalentes a las de todo el 2009 (Figura 7).

Consolidación de Proyectos

Tal como mencionamos en el informe anterior, una de las preocupaciones de la compañía era aumentar el porcentaje promedio de participación de Paz sobre los proyectos que desarrolla. Ya en el 2010 se vio un aumento favorable, tendencia que esperamos se acentúe durante este y los próximos años. En esta línea, **los ingresos por escrituración se verán beneficiados no sólo por un mayor nivel de escrituración, sino también por el incremento de la participación de Paz en estos. Así, esperamos que el 2011 finalice con un porcentaje en torno a 55%, el cual aumentará progresivamente hasta alcanzar un nivel que estimamos de equilibrio de 65% a partir del año 2013.**

Por otra parte, cabe mencionar que la compañía ha estado incursionando en otras líneas de negocios, de manera de diversificar el riesgo aprovechando el know-how que ya posee. En esta línea, destaca la construcción de proyectos de oficinas, la nueva línea de negocios de arriendos, la incursión en viviendas horizontales y la nueva generación de departamentos sustentables, entre otros. Todo lo anterior contribuirá a aumentar los ingresos de Paz.

FIGURA 8: MARGEN OPERACIONAL



Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

Mejora en Márgenes Operacionales

Finalmente, las mejoras operacionales ya han comenzado a surtir efecto, lo que se refleja en un creciente margen operacional, aunque éste aún está lejos de lo que consideramos su nivel de equilibrio. Así, acorde a nuestras estimaciones, el margen operacional del 2011 debiera tender a 8% (en comparación con 6% el 2010 y 1,8% el 2009), para alcanzar progresivamente un nivel cercano a 21,5% en el largo plazo (Figura 8).

Riesgos Asociados

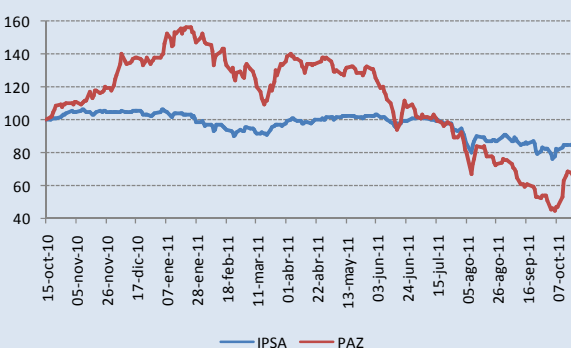
Los riesgos asociados a nuestra recomendación no han cambiado mayormente desde el informe pasado. A continuación destacamos los principales.

Escenario Económico menos Favorable

Considerando la alta relación existente entre el sector construcción y el PIB del país, un crecimiento menor al planteado –que actualmente estimamos entre 6,1% y 7,1% para este año y 5% para el próximo año– tendría consecuencias sobre nuestro modelo de valoración. De igual manera, si se observara una disminución de la velocidad de venta –como consecuencia de menor confianza de los consumidores o bien de un elemento extraordinario como fue el caso del terremoto del año pasado–, pondría presión sobre el stock de departamentos a nivel de industria y también para Paz.

Sin embargo, destacamos que el mercado ha sobrereaccionado a lo anterior (Figura 9). Así, sensibilizamos nuestro modelo de valorización considerando un nivel de lanzamientos similar a lo ocurrido en los años 2008/2009/2010 para los años 2012/2013/2014, con una caída equivalente en las escrituraciones. Bajo este escenario, el precio objetivo resultante asciende a \$327 por acción,

FIGURA 9: EVOLUCIÓN ACCIÓN PAZ VS IPSA



Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

un 19,6% menor al de nuestro escenario base, pero aún mostrando un upside de 30% con respecto al precio actual. Ciertamente reconocemos que en escenarios económicos adversos a nivel mundial aumenta la aversión al riesgo. Sin embargo, el precio actual se condice con un WACC de 11,8% bajo nuestro escenario base, y de 11,15% si se utilizan los supuestos de la sensibilización similar al 2008/2009/2010, lo que creemos es excesivo, presentando así una atractiva oportunidad de entrada.

Aumento Materias Primas y Costos

Si bien hoy día pareciera ser lejano, de repetirse un escenario como el del 2008, con costos de las materias primas asociadas a la construcción que sufrieron alzas sustantivas, los márgenes de Paz podrían verse afectados. Sin embargo, bajo nuestro escenario base, y con alzas de costos moderadas, el resultado operacional no se debiera ver mayormente impactado.

Cambios Regulatorios

Si bien el sector construcción no es altamente regulado, sí enfrenta el riesgo de algunos cambios que podrían impactar las ventas. A modo de ejemplo, a finales del año pasado se limitó el uso del beneficio DFL-2 a un máximo de 2 departamentos por inversionista o persona natural, acotando así el atractivo que pudiera tener la inversión en bienes inmuebles para el arriendo.

Ejecución de Proyectos

La compañía actualmente tiene en carpeta 40 proyectos escriturando y en desarrollo en Chile, Perú y Brasil. Así, existe un riesgo de ejecución de dichos proyectos, especialmente en términos de *timing*. Esto por cuanto un atraso en el lanzamiento de los proyectos o en la construcción de los mismos tiene un impacto directo sobre las ventas de los años futuros para la compañía, puesto que se retrasa el proceso de escrituración.

Riesgo Accionario

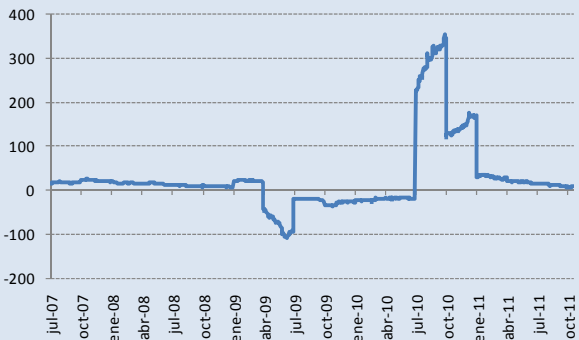
Ciertamente Paz, al pertenecer a un sector sumamente sensible al crecimiento económico, presenta un beta con respecto al Ipsa bastante alto. Es así como en periodos de caídas importantes en la bolsa local –tal como se ha dado en las últimas semanas–, la acción tiende a descorrelacionarse de sus fundamentales, sufriendo también pérdidas significativas. No obstante, es de esperar que en el largo plazo dicha correlación se mantenga.

Posición Relativa de Paz

La evaluación de la posición relativa de Paz en términos de múltiplos se torna compleja considerando el corto periodo de información disponible –la compañía fue abierta a bolsa en octubre del 2006–, a lo que se suma la distorsión que presentan sus resultados dada la crisis económica que afectó el país el año 2009, y que llevó a la compañía a mostrar pérdidas a nivel de última línea, tornándose así los múltiplos especialmente relacionados a utilidad –como Precio/Utilidad– no significativos.

Con todo, actualmente Paz se transa a una P/U de 10,9x, ratio que acorde a nuestras estimaciones debiera llegar a 64,6x a fines de año –en parte explicado por un gasto no operacional de UF38.000 por concepto de fin de

FIGURA 10: EVOLUCIÓN EV/EBITDA PAZ



Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

contrato con Froimovich—, para luego caer hacia 40,6x en el 2012. Por su parte, el EV/Ebitda de Paz a la fecha es de 25,2x, el cual debiera tender a 14,6x a fines del 2011 y a 17,1x el 2011. Finalmente, en términos de Bolsa/Libro, el promedio desde la apertura a la fecha es de 1,7 veces, y actualmente se transa a 0,95 veces, dando cuenta del fuerte ajuste bursátil.

Valoración y Supuestos

Estimamos el precio objetivo de las acciones de Paz con un modelo de flujo de caja descontado. Para ello, se utilizaron los siguientes supuestos:

- WACC de 10,6% que contempla un premio por riesgo de mercado de 5,25%, beta de 1,38, y una tasa libre de riesgo de 5,6%, 6,0% y 6,2% para Chile, Perú y Brasil, respectivamente.
- Tasa de crecimiento nominal de 4% a perpetuidad.
- Valorización considera alza transitoria de impuestos a las ganancias en Chile, cuya tasa aumenta a 20% el 2011 y luego cae a 18,5% el 2012, para retornar a 17% desde el 2013 en adelante.

Considerando todo lo anterior, hemos corregido nuestro precio objetivo para la acción de Paz a \$407 por acción (desde \$447 en octubre pasado), lo que dado el precio actual de \$251 implica un retorno de 62,1%, en un horizonte de 12 a 18 meses. Este retorno es superior a lo estimado para el mercado, por lo que nuestra recomendación es Sobreponderar.

A continuación se presentan las principales proyecciones:

Proyecciones Paz

FIGURA 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

Estado de Resultados (MM\$)	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos Ordinarios	91.223	77.676	86.699	107.860
Costo Ventas	-74.798	-61.630	-67.438	-78.625
Margen Bruto	16.425	16.046	19.261	29.235
<i>Margen</i>	<i>18,0%</i>	<i>20,7%</i>	<i>22,2%</i>	<i>27,1%</i>
GAV	-10.981	-9.665	-11.790	-13.438
Resultado Operacional	5.444	6.381	7.471	15.797
<i>Margen Operacional</i>	<i>6,0%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,6%</i>	<i>14,6%</i>
Ebitda	12.388	10.737	11.592	20.554
<i>Margen Ebitda</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>19,1%</i>
Resultado No Operacional	-976	-4.451	-4.068	-6.108
Ganancias antes de Impuestos	4.468	1.930	3.403	9.689
Impuestos	265	-579	-579	-1.938
Ganancia	4.733	1.351	2.825	7.751
Ganancia Atribuible a Minoritarios	0	0	0	0
Ganancia Atribuible a Controladores	4.733	1.351	2.825	7.751
<i>Margen Neto</i>	<i>5,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>3,3%</i>	<i>7,2%</i>

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

FIGURA 12: BALANCE PROYECTADO

Balance (MM\$)	2010	2011E	2012E	2013E
Activos Corrientes	139.495	125.873	145.476	175.369
Activos no Corrientes	83.809	81.551	84.090	83.589
Total Activos	223.305	207.424	229.566	258.958
Pasivos Corrientes	108.389	94.353	96.777	102.659
Pasivos no Corrientes	39.577	36.321	53.558	70.099
Total Pasivos	147.966	130.674	150.335	172.758
Patrimonio	75.338	76.750	79.231	86.200
Total Pasivos + Patrimonio	223.304	207.424	229.566	258.958

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

FIGURA 13: VALORIZACIÓN (MM\$)

Valorización	
Total Valor Economico de los Activos (MM\$)	200.295
VPN Deuda Neta (MM\$)	96.721
Valor Economico del Patrimonio (MM\$)	103.574
Número de Acciones (MM)	282
Precio Justo Hoy por Acción (\$)	368
Precio Objetivo 12-18 meses (\$)	407

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

Descripción de la Compañía

Paz Corp es una compañía ligada al desarrollo de viviendas en el mercado inmobiliario chileno, donde está presente en todos los procesos: desarrollo de proyectos –arquitectura, ejecución y supervisión de la construcción–, comercialización –área inmobiliaria–, y financiamiento a clientes –a través de leasing habitacional–. La compañía está enfocada en la clase media, en particular teniendo como mercado objetivo a los segmentos socioeconómicos C1, C2 y C3, con precios de viviendas que oscilan entre UF500 y UF4.000 en promedio, aún cuando cuenta con proyectos que apuntan a la clase medio-alta con precios hasta UF12.000. En los últimos años Paz ha iniciado una fase de expansión tanto a otras regiones del país como a otros países de Latinoamérica, en particular Perú y Brasil.

Los negocios de la compañía se dividen en cuatro:

- 1) Negocio Inmobiliario: desarrollo de proyectos inmobiliarios, construcción y comercialización de dichos proyectos. Esta área representó un 75% de los ingresos del 1S11. Destacamos asimismo que Perú ya ostenta un 5% de los ingresos de este negocio, porcentaje que sin lugar a dudas tenderá a aumentar de manera sustantiva.
- 2) Negocio de Arriendo de Maquinarias y Equipos: en particular a proyectos que la compañía desarrolla con algún porcentaje de participación. Al primer semestre del año, los ingresos de esta área de negocios representaron un 3,6% de los consolidados.
- 3) Negocio de Servicios: provee a los proyectos inmobiliarios servicios de arquitectura, administración de la construcción y gestión del desarrollo inmobiliario. Representó un 18,9% de los ingresos consolidados del 1S10.
- 4) Negocio Financiero: a través de Hipotecaria La Construcción Leasing entrega financiamiento a la compra de propiedades por parte de los clientes.

En relación a la propiedad de la compañía, durante el año 2009 Paz realizó un aumento de capital por US\$35 millones, donde el grupo controlador cedió su participación al fondo PLA Residential Fund III Chile, fondo inmobiliario administrado por Prudential Real Estate Investors, un socio con amplio *know-how* a nivel internacional en temas inmobiliarios. Tras ello, un 40% de la propiedad quedó en manos de la familia Paz, un 20% en manos de Prudential (con quienes mantienen un pacto controlador), y el resto está en manos de otros inversionistas (*free float*).

Economista Jefe BCI
Jorge Selaive

jselaiv@bci.cl

(56 2) 692 8915

Subgerente Renta Variable
Pamela Auszenker

pauszen@bci.cl

(56 2) 692 8928

Subgerente Economía y Renta Fija
Luis Felipe Alarcón

lalarcg@bci.cl

(56 2) 383 5766

Analistas Senior
Rodrigo Mujica

Internacional y Small Caps

rmujica@bci.cl

(56 2) 692 8922

Analistas
Christopher Baillarie

Bebidas, Telecom y Transporte

cbailla@bci.cl

(56 2) 692 8968

Marcelo Catalán

Eléctrico

mcatalg@bci.cl

(56 2) 383 5431

Rubén Catalán

Financiero, Economía

rhcatal@bci.cl

(56 2) 383 9010

Oswaldo Cruz

Economía

ocruz@bci.cl

(56 2) 383 9671

Verónica Pérez

Retail

vperlav@bci.cl

(56 2) 692 7688

Felipe Ruiz

Recursos Naturales

fruiz@bci.cl

(56 2) 692 7457

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-2,5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Banco de Inversión y Finanzas. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Banco de Inversión y Finanzas y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.