

Sector Construcción  
Chile  
Análisis de Riesgo

Paz Corp S.A.

**Ratings**

	Rating
Acciones	'Nivel 4(c1)'
IDR (ML & ME)	NA
IDR-Issuer Default Rating, ML-Moneda Local, ME-Moneda Extranjera, NA-No Aplica	

**Outlook**

NA

**Información Financiera**

Paz Corp S.A.  
(MMUS\$, al tipo de cambio del 31/03/2009)

	LTM Mar'09	2008
Ventas	27	31
EBITDA (Incl. Div. Percib)	2	2
Margen EBITDA (%)	-6,7%	-4,7%
FFO	-5	8
Var. Capital de Trabajo	-61	-37
Capex	-2	-2
FCF	-70	-34
Deuda Financiera Total Ajustada	163	152
EBITDA / Gastos Financieros (x)	0,3x	0,3x
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	94,9x	93,8x

**Analistas**

Waleska Donoso  
+562 4993323  
[waleska.donosofitichratings.com](mailto:waleska.donosofitichratings.com)

Rina Jarufe  
+562 4993310  
[rina.jarufefitichratings.com](mailto:rina.jarufefitichratings.com)

**Informes Relacionados**

- Análisis de Riesgo, "SalfaCorp S.A.", Julio, 2009.
- Análisis de Riesgo, "Besalco S.A.", Marzo, 2009.

**Fundamentos**

- La clasificación se fundamenta en la vasta experiencia que Paz Corp mantiene en el mercado inmobiliario en Chile, la mayor diversificación que ha adquirido su oferta (tras el ingreso a otras comunas, regiones y al mercado de oficinas), el prestigio de sus marcas, su fuerte participación en el Gran Santiago, los adecuados niveles de liquidez que alcanza la acción y la alta dispersión de su propiedad. Con información bursátil durante los últimos doce meses terminados al 30 de junio de 2009, Paz Corp alcanza una presencia ajustada de 62,9% en la Bolsa de Comercio de Santiago, una capitalización bursátil de US\$89 millones y un volumen diario promedio transado de US\$136 mil, mientras que la familia Paz controla el 59,4% de las acciones.
- Restringe la clasificación el proceso de consolidación por el que atraviesa Paz Corp, habiendo iniciado en 2007 un fuerte plan de expansión que ha involucrado importantes montos de inversión. Si bien la compañía ajustó su ritmo de inversiones ante la crisis que desde el tercer trimestre de 2008 mantiene deprimida la demanda inmobiliaria, Paz Corp ha adquirido mayores compromisos financieros. Al respecto, Fitch considera como positiva la mayor base patrimonial que la compañía alcanzará a fines de 2009 tras concretar su tercer aumento de capital por el 32% de la propiedad (post colocación), estimando recaudar en torno a US\$35 millones, recursos que destinaría a hacer frente al crecimiento proyectado. Dicha colocación sería suscrita por Prudential Financial, Inc., fondo que administra activos por cerca de US\$42 billones para más de 400 clientes institucionales en Estados Unidos, Europa, Asia y América Latina.
- La clasificación considera además los altos requerimientos de capital de trabajo asociados a la participación de Paz Corp en el sector inmobiliario y la sensibilidad de sus resultados a la evolución de variables macroeconómicas como los índices de desempleo y el nivel de tasas de interés, que inciden en las decisiones de compra. Desde el tercer trimestre de 2008, la tasa de desistimiento y velocidad de venta de los proyectos de Paz Corp se han deteriorado, lo que ha afectado la generación de flujos de la compañía, ejerciendo una presión adicional sobre sus índices crediticios. En percepción de Fitch los indicadores crediticios de Paz Corp se mantendrán altamente presionados hasta que los proyectos entren en periodo de escrituración y el sector inmobiliario revierta la caída en ventas, lo que impulsaría la generación de flujos operacionales de la compañía.
- Paz Corp ha desarrollado sus proyectos inmobiliarios junto a socios que le han permitido acelerar su crecimiento, estrategia que no permite reflejar en sus estados financieros consolidados (Fecu) el tamaño real de su actividad. Al 31 de marzo de 2009, Paz Corp se encontraba ejecutando 68 proyectos en los que alcanzaba una participación accionaria promedio de 47% (en base a ventas esperadas en UF), participación que se mantiene estable respecto a igual fecha de 2008. La compañía se ha fijado como meta alcanzar una participación accionaria promedio de 60% hacia 2011, lo que le permitirá ir reflejando gradualmente a nivel operacional el flujo real de su principal actividad.

**Factores Claves de la Clasificación**

- La clasificación de acciones podría deteriorarse si durante los próximos meses la escrituración de promesas de ventas inmobiliarias no alcanza los niveles esperados por Paz Corp, lo que no permita disminuir su nivel de endeudamiento y fortalecer su flexibilidad financiera, mejorando sus índices crediticios.

- La clasificación podría fortalecerse en la medida que Paz Corp logre consolidar su estrategia de crecimiento y alcanzar participaciones accionarias que le permitan controlar la mayor parte de sus proyectos, alcanzando un nivel de flujos operacionales que le entregue más holgura para hacer frente a su endeudamiento.

### **Acontecimientos Recientes**

- El 19 de junio de 2009, el grupo controlador de Paz Corp suscribió un acuerdo de inversión con PLA Residential Fund III Chile, PL. (PLA Chile), fondo inmobiliario administrado por Prudential Real Estate Investors, la unidad de negocios de inversión y asesoría inmobiliaria de Prudential Financial, Inc. (NYSE:PRU), que a marzo de 2009 administra activos por US\$42 billones para más de 400 clientes institucionales, en Estados Unidos, Europa, Asia y América Latina. Según lo pactado en el acuerdo, la familia Paz se comprometió a aprobar en junta de accionistas un aumento de capital por 91.250.000 acciones y a ceder a PLA Chile los derechos preferentes de suscripción que le corresponden. Paralelamente, PLA Chile se obligó a suscribir y pagar todas las acciones a que tendría derecho la familia Paz en dicho aumento de capital y cualquier remanente de acciones que no sea suscrita por los restantes accionistas de la sociedad. De esta manera, tras el aumento de capital PLA Chile podría alcanzar entre un 20% y 32% de la propiedad de Paz Corp.

### **Liquidez y Estructura de la Deuda**

Desde el punto de vista del financiamiento de cada proyecto, Paz Corp financia con capital propio y en asociación con terceros el terreno sobre el cual se realizará la construcción, cifra que representa entre un 20% y 35% de la inversión total del proyecto. El 80% - 65% restante de la inversión se financia con endeudamiento bancario, obteniéndose una línea de crédito individual para cada obra. Las líneas bancarias se encuentran garantizadas con la hipoteca de los terrenos de cada proyecto inmobiliario.

Al cierre del primer trimestre de 2009, Paz Corp mantenía a nivel consolidado una deuda financiera total ajustada de US\$163 millones (al tipo de cambio del 31 de marzo de 2009), deuda que presenta un alza (real en pesos) de 119% respecto a igual fecha del año anterior, fruto de los mayores requerimientos de capital de trabajo asociados a los proyectos que están consolidando. La deuda financiera se compone de US\$122 millones en créditos bancarios, US\$24 millones en *leases* y US\$17 millones en deuda fuera de balance en avales otorgados a Vive Leasing.

La liquidez de Paz Corp es adecuada, considerando que al 31 de marzo de 2009 mantenía US\$17 millones en caja y valores líquidos. Si bien la deuda financiera de corto plazo totalizaba US\$38 millones, la compañía enfrenta durante los próximos meses amortizaciones por US\$4 millones, correspondiendo los restantes US\$34 millones a deudas tipo *revolving* (líneas de capital de trabajo). La deuda bancaria de largo plazo corresponde a créditos asociados al banco de terrenos, que se amortizan en 2010. A la fecha, Paz Corp ha renegociado parte de dichas deudas, extendiendo el plazo de pago en línea con la utilización proyectada de los terrenos.

### **Flujo de Caja e Indicadores Crediticios**

Considerando que Paz Corp realiza la mayor parte de los proyectos inmobiliarios en asociación con terceros, casos en que sus participaciones accionarias no le permiten consolidar, los estados financieros consolidados de la compañía no permiten apreciar a nivel operacional el nivel real de su actividad en el mercado inmobiliario. Durante los últimos doce meses (LTM) terminados al 31 de marzo de 2009, las ventas consolidadas de la compañía totalizan US\$27 millones, mientras que si se considera la consolidación proporcional (en función de su participación accionaria) de todos los proyectos desarrollados por Paz Corp, en el mismo periodo sus ingresos llegan a US\$72 millones.

Actualmente, las ventas consolidadas de Paz Corp están representados principalmente por: i) honorarios que la matriz cobra por la prestación de servicios profesionales (de arquitectura, administración inmobiliaria y supervisión de la construcción) a los proyectos inmobiliarios que no se consolidan; y ii) los ingresos por arrendamiento de maquinarias que Remaq presta a los proyectos inmobiliarios que no consolidan.

Los márgenes de Paz Corp a nivel consolidado se han situado históricamente por sobre el promedio de otras empresas que participan en el sector inmobiliario, dado que los honorarios por servicios profesionales y los ingresos por arriendo de maquinarias tienen una alta rentabilidad asociada. En la medida que Paz Corp ha comenzado a consolidar un mayor número de proyectos inmobiliarios, los servicios profesionales y de arriendo de maquinarias han pasado a formar parte del costo de cada obra, reduciendo los márgenes operacionales. En la caída en márgenes de Paz Corp ha incidido además la menor demanda inmobiliaria que desde el tercer trimestre de 2008 ha generado un escenario macroeconómico más deprimido a nivel nacional.

En consideración a la menor velocidad de venta que a lo largo del país comenzaron a exhibir los proyectos inmobiliarios desde el tercer trimestre de 2008, Paz Corp decidió detener el lanzamiento de nuevos proyectos, canceló el inicio de construcción de otros que ya habían sido lanzados y disminuyó su dotación de personal para adaptarse a un menor nivel de actividad. Paz Corp tenía contemplado lanzar 18 proyectos en 2008, de los que efectivamente 3 fueron lanzados, 8 se lanzaron pero luego se aplazaron y los restantes 7 fueron postergados. Lo anterior significó un incremento en los costos de explotación y gastos de administración y ventas, flujos que no fueron activados en el caso de los proyectos que se lanzaron pero que luego se postergaron. Además, durante los primeros meses de 2009, la compañía realizó campañas de venta con descuentos de precios para disminuir parte del *stock* de viviendas, todo lo cual ha afectado sus márgenes y generación de flujos operacionales. En el periodo LTM al 31 de marzo de 2009, Paz Corp alcanzó a nivel consolidado un EBIT deficitario en -US\$3 millones.

Para incorporar los flujos asociados a los proyectos inmobiliarios en los que Paz Corp alcanza menos de un 50% de participación, el análisis de Fitch incorpora al EBITDA los dividendos que Paz Corp percibe una vez finalizado el proyecto. De la misma manera, Fitch incorpora los dividendos percibidos de Promaco y Vive Leasing (filiales en las que posee un 50% del capital). En el periodo LTM al 31 de marzo de 2009, Paz Corp alcanzó a nivel consolidado un EBITDA ajustado de US\$2 millones (que incluye US\$4 millones en dividendos percibidos).

Las necesidades de capital de trabajo de Paz Corp se han incrementado fruto de las mayores participaciones accionarias que ha tomado en los proyectos inmobiliarios. En el periodo LTM al 31 de marzo de 2009, Paz Corp incrementó sus requerimientos de capital de trabajo en US\$61 millones, mientras que sus gastos financieros totalizaron US\$5 millones, lo que se tradujo en un Flujo de Caja Operativo (CFO) deficitario en US\$65 millones. Además, durante el mismo periodo la compañía realizó inversiones en activo fijo por US\$2 millones y distribuyó otros US\$2 millones en dividendos a sus accionistas, generándose un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo en US\$70 millones. Dicho déficit fue financiado principalmente con créditos bancarios y leasings, generándose además una variación neta de caja negativa de US\$13 millones.

Con todo, en el periodo LTM al 31 de marzo de 2008, Paz Corp alcanzó a nivel consolidado una cobertura EBITDA / Gastos Financieros de 0,3x y una relación Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA de 94,9x.

## Perfil

Paz Corp participa hace 29 años en la industria inmobiliaria en Chile, especializándose en la edificación y venta de viviendas, incluyendo un servicio de financiamiento a sus clientes. La compañía fue fundada por Benjamín Paz, incorporándose posteriormente a la propiedad sus hijos Ricardo y Andrés Paz, y su yerno Ariel Magendzo.

En 1994 se invita a participar en algunos proyectos a Eduardo Froimovich, mientras que en 1995 se constituye la filial Paz-Froimovich, después de decidir participar activamente en el nuevo Plan de Renovación Urbana en la comuna de Santiago (que otorga un subsidio de UF200 a quienes adquieran una vivienda en la zona). En 2001, se consolidan bajo la marca Inverpaz - actualmente Paz - los proyectos inmobiliarios no desarrollados por la filial Paz-Froimovich.

En 2005, la compañía realizó un proceso de reorganización que culminó con la creación de Paz Corp S.A. como matriz del grupo, ordenando a las distintas filiales según los negocios en que actualmente participa: inmobiliario, arriendo de maquinarias, servicios profesionales y financiero.

Respecto a la estructura de propiedad, al 30 de junio de 2009, el 59,4% de las acciones están controladas por la familia Paz.

## Estrategia

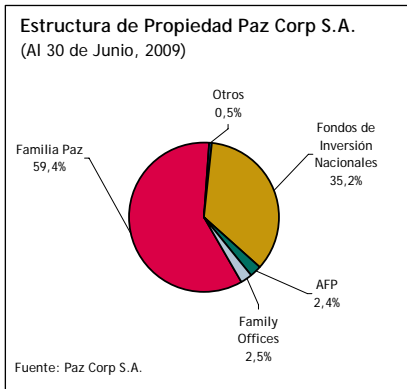
Paz Corp ha seguido una estrategia de crecimiento y de concentración de mercado, desarrollando de manera secuencial proyectos en comunas específicas. Paralelamente, la compañía está llevando a cabo una estrategia de diversificación, desarrollando un mayor número de proyectos en regiones, incorporándose al segmento de oficinas en Santiago e ingresando al mercado inmobiliario en Perú. Fitch considera como positiva dicha diversificación, en la medida que permite a Paz Corp mitigar parte de la sensibilidad de cada segmento en particular.

La estrategia de la compañía considera la marca Paz como transversal. Actualmente, bajo la marca Paz se realizan proyectos orientados al segmento medio y medio - alto de la población (C2, C3 y ABC1), con casas y departamentos entre UF1.000 y UF8.000 en diferentes comunas del Gran Santiago (oriente y poniente) y regiones. Por su parte, bajo la marca Paz-Froimovich se están realizando proyectos en la comuna de Santiago orientados al segmento socioeconómico medio de la población (C1, C2 y C3), con departamentos cuyos precios se encuentran entre UF600 y UF2.000.

Una de las fortalezas de Paz Corp es su estrategia comercial, que le ha permitido posicionar sus marcas como líderes en los mercados en que participan y facilitar su expansión a nuevas comunas y regiones. Paz Corp posee salas de venta conectadas en línea, más de 150 convenios institucionales, una agencia de publicidad propia y con un sistema de ahorro que a través de una libreta de ahorro bancaria permite a sus clientes realizar en el futuro la compra de una vivienda en condiciones preferenciales, producto denominado "Ahorro Crece". Además, a través de "Renta Crece", Paz Corp ofrece a sus clientes tipo inversionistas condiciones preferenciales en la compra y un servicio de arrendamiento de las viviendas una vez adquiridas, a través de la filial Renta Directa.

## Operaciones

Las actividades de Paz Corp se encuentran integradas, desarrollando internamente las distintas funciones del proceso inmobiliario y constructivo, abarcando desde el diseño arquitectónico de las viviendas hasta la venta de los inmuebles, incluyendo un servicio de financiamiento a sus clientes.



Paz Corp mantiene una estructura organizacional separada en sociedades filiales y coligadas, lo cual le permite un mayor grado de control de gestión. Las filiales y coligadas agrupan distintas actividades, según sus áreas de negocio específicas:

- **Inmobiliario:** Paz Inmobiliaria Ltda. (99.99%), Paz Construcción Ltda. (99,9%).
- **Arriendo de Maquinarias:** Servicios Remaq Ltda. (Remaq; 99,6%), Proveedora de Maquinaria de Construcción Ltda. (Promaco; 50%).
- **Servicios Profesionales:** Paz Servicios Profesionales Ltda. (99,6%).
- **Financiero:** Vive Sociedad de Leasing Inmobiliario S.A. (Vive Leasing; 50%).

Paz Corp realiza la mayoría de sus proyectos inmobiliarios en asociación con terceros, creando para cada uno una Sociedad Inmobiliaria (o un Fondo de Inversión Privado) y una Sociedad Constructora, que presta servicios solo a la inmobiliaria asociada.

Igualmente, las filiales y coligadas asociadas al arriendo de maquinarias prestan servicios exclusivamente a las filiales constructoras de Paz Corp. La compañía cubre cerca del 50% de sus necesidades de maquinarias con las propias, arrendando a terceros el porcentaje restante.

La filial relacionada a servicios profesionales se encarga de la arquitectura, la administración inmobiliaria y la supervisión de la construcción de cada proyecto, cobrando por dichos servicios un honorario profesional a las distintas sociedades inmobiliarias. El honorario representa entre un 12% y 15% del costo total del proyecto.

Respecto a los insumos, materiales y equipos necesarios para el desarrollo de sus actividades, Paz Corp cuenta principalmente con proveedores en el mercado nacional. Con algunos proveedores existe una línea de crédito permanente que se va amortizando en función de los estados de pago de cada obra.

### **Inmobiliario**

Según a los segmentos a los que se orienta, Paz Corp participa en el mercado inmobiliario a través de las marcas Paz y Paz-Froimovich.

El proceso del negocio inmobiliario de Paz Corp contempla la elección de los terrenos adecuados para desarrollar proyectos inmobiliarios, su adquisición y financiamiento, el diseño de arquitectura y urbanismo, la administración de la construcción, la comercialización y el *back office* inmobiliario (promesa de compraventa, firma de la escritura, cobranza, etc.). La compañía intenta desarrollar proyectos secuenciales, que permitan estandarizar los métodos constructivos, terminaciones y diseño, de manera de aprovechar economías de escala y disminuir costos, simplificando los procesos.

Paz Corp mantiene una estrategia de adquisición de terrenos para ser desarrollados en el corto - mediano plazo, a lo más en 24 meses, y no con fines especulativos de largo plazo en áreas de probable expansión, lo cual reduce el riesgo de posibles cambios en los planes reguladores de cada comuna.

Al 31 de mayo de 2009, Paz Corp mantenía un banco de 22 terrenos urbanos disponibles en Santiago (15) y regiones (7), por un valor total de UF1.059.673, lo que permite el desarrollo de 19 proyectos inmobiliarios y 3 de oficinas, con un total de 8.000 viviendas más oficinas. En base a la inversión total en dichos terrenos, la participación promedio de Paz Corp para futuros desarrollos de viviendas es de 89% y en oficinas de 83%.

Paz Corp tiene en general la política de iniciar la construcción de un proyecto una vez completado un 25% de pre-venta. No obstante, ante la menor velocidad de venta observada, la compañía ha decidido iniciar la construcción de la obra cuando se alcance al menos un 50% de pre-venta. Además, Paz Corp está a la espera de la normalización de los índices de empleo para activar el lanzamiento de nuevos proyectos inmobiliarios.

**Evolución Nivel de Actividad (100% Proyectos)**

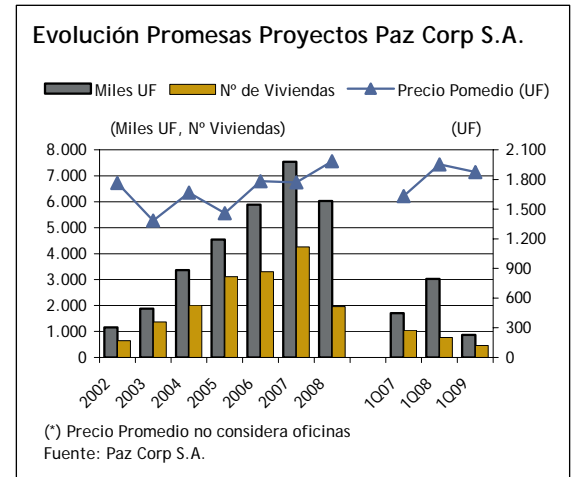
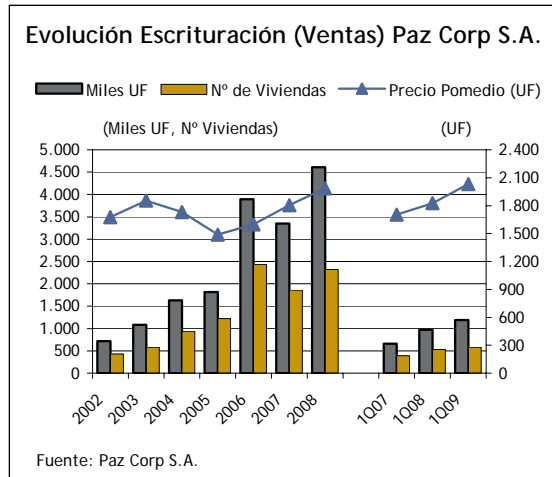
Entre 2002 y 2007, el nivel de actividad de Paz Corp (medido en base al 100% de los proyectos desarrollados por las filiales y coligadas de la compañía e independiente de su participación accionaria), presentó un crecimiento importante, tanto al considerar tanto el número de viviendas vendidas (escrituradas) como promesadas. No obstante, desde fines de 2008 dicha tendencia muestra un quiebre, efecto del escenario macroeconómico adverso por el que atraviesa el país, que ha afectado los índices de empleo y el otorgamiento de créditos hipotecarios, incidiendo en las decisiones de compra de una vivienda, lo que inicialmente se refleja tanto en el nivel de promesas como en las tasas de desistimiento, para luego incidir en los niveles de escrituración.

Es importante destacar que en el caso de Paz Corp, el nivel de promesas suscritas que se desisten se sitúa en torno a 15%. Durante los primeros cinco meses de 2009, dicha tasa llegó a 21%.

En 2008, si bien el nivel de viviendas escrituradas por Paz Corp presentó un alza de 37% (base UF) respecto al año anterior, el nivel de promesas (netas de desistidos) registró una caída de 20%. De la misma manera, durante el primer trimestre de 2009 el nivel de escrituración de Paz Corp se incrementó en 22%, mientras que el nivel promesado fue inferior en 71% respecto al periodo comparativo del año anterior.

Si bien el precio promedio de las viviendas escrituradas se ha incrementado, fruto del mayor número de viviendas comercializadas bajo la marca Paz, a nivel de promesas el precio promedio muestra una caída durante el primer trimestre de 2009, lo que se atribuye a las campañas de descuento ofrecidas para disminuir los niveles de *stock*.

De esta manera, respecto a los niveles de escrituración futuros, al 31 de marzo de 2009 el inventario de promesas totalizaba 5.730 unidades, que con un precio promedio de UF1.967 genera una venta potencial equivalente a UF11.272.000. Respecto al primer trimestre de 2008, la participación de Paz Corp en dicho *stock* creció desde 46% a 49%.



Considerando los proyectos en ejecución y el nivel de promesas suscritas a la fecha, la compañía proyecta para fines de 2009 un nivel de escrituración que se situaría en torno a UF7.100.000, cifra que presentaría un alza de 54% respecto a las UF4.610.000 escrituradas por el 100% de los proyectos de Paz Corp en 2008. Dichas ventas se incorporarán como ingresos en los estados financieros consolidados de la compañía en la medida que comiencen a escriturarse los proyectos en los que Paz Corp alcanza sobre un 50% de participación. En promedio, Paz Corp alcanzaría un 36% de participación sobre el monto que espera escriturar en 2009, con un alza respecto al 33% de 2008.

### Proyectos en Ejecución Paz Corp

A través de sus filiales y coligadas, al 31 de mayo de 2009 Paz Corp se encontraba desarrollando 72 proyectos, correspondiendo 69 de ellos a departamentos y 3 a oficinas, contemplando un total de 16.398 viviendas y 32.063 m<sup>2</sup> en oficinas. En los proyectos de departamentos, la compañía alcanza una participación accionaria promedio de 47% (en base a ventas esperadas en UF), mientras que en oficinas llega a 62%.

39 proyectos de departamentos se encuentran en etapa de escrituración y 26 en plena construcción, mientras que los restantes 4 corresponden a proyectos en venta sin inicios de construcción. Al 31 de mayo de 2009, el 39% de las viviendas han sido escrituradas y un 34% promesadas, lo que entrega un *stock* disponible de 4.401 unidades, equivalente a UF8.285.000. A la misma fecha, el 84% de la superficie en construcción para oficinas ha sido promesada, generándose 5.042 m<sup>2</sup> disponibles para la venta, por UF210.000.

Al 31 de Mayo, 2009	Proyectos	Unidades/m <sup>2</sup>	Escriturado	Promesado	Stock (Unid)	Stock (MUF)
Departamentos (Unidades)	69	16.398	6.430	5.567	4.401	8.285
Santiago	27	8.245	3.661	2.773	1.811	3.005
Providencia	11	1.207	569	435	203	620
Estación Central	2	841	0	393	448	658
Ñuñoa	6	672	311	132	229	690
La Florida	1	491	387	23	81	213
Las Condes	3	457	389	23	45	183
Pudahuel	2	344	0	0	344	413
Independencia	1	313	309	0	4	6
San Miguel	1	203	202	0	1	2
Huechuraba	1	106	101	1	4	14
Maipú	1	87	81	3	3	4
Vitacura	1	78	71	5	2	15
Antofagasta	2	756	0	449	307	838
Viña del Mar	2	463	180	263	20	41
Valparaíso	1	260	0	82	178	309
Rancagua	1	312	0	241	71	129
Talca	1	340	0	115	225	382
Concepción	4	1.014	169	519	326	559
Pto. Montt	1	209	0	110	99	203
Oficinas (m <sup>2</sup> )	3	32.063	0	27.021	5.042	210
Las Condes	2	24.123	0	24.123	0	0
Providencia	1	7.940	0	2.898	5.042	210
<b>Diversificación Deptos</b>						
<i>Santiago</i>	39%	50%	57%	50%	41%	36%
<i>Poniente (sin Santiago)</i>	9%	10%	8%	7%	18%	13%
<i>Oriente</i>	35%	19%	30%	11%	13%	21%
<i>Regiones</i>	17%	20%	5%	32%	28%	30%

### Perfil de los Socios

Paz Corp realiza la mayor parte de los proyectos en asociación con terceros, principalmente con inversionistas individuales y actualmente con el administrador de fondos inmobiliarios Paladin Realty Partners, LLC. (Paladin). Paladin, fundada en 1995, es una empresa de inversiones en bienes raíces con sede en Los Ángeles, Estados Unidos, que adquiere, desarrolla y administra inversiones a nombre de fondos de pensiones públicos y corporativos, fundaciones, patrimonios e inversionistas. Paladin ha adquirido más de US\$2.000 millones en activos de bienes raíces en distintos tipos de propiedades en Estados Unidos y Latinoamérica.

Paladin invierte junto a Paz Corp en Chile a través de Paladin P2K Investors (Chile), LLC, sociedad perteneciente a Paladin Realty Latin America Investors II, L.P., un fondo con un capital comprometido de US\$27 millones. Este fondo de inversiones en bienes raíces busca invertir al menos un 51% de su capital en proyectos inmobiliarios para sectores de ingresos medios, mientras que el capital restante es invertido en Latinoamérica en propiedades que generen ingresos: como edificios comerciales, oficinas, etc..

**Leasing Habitacional (50% de la propiedad)**

Vive Sociedad de Leasing Inmobiliario S.A. (Vive Leasing) fue creada en 2004 con el objeto de satisfacer las necesidades de financiamiento de los clientes del segmento socioeconómico medio y medio - bajo que optan por el subsidio habitacional, y para operar con las principales constructoras e inmobiliarias del mercado.

Para financiar sus operaciones y como parte de la estrategia del negocio, Vive Leasing ha realizado dos operaciones de securitización, en noviembre de 2006 y diciembre de 2007 por UF450.000 y UF427.000, respectivamente, colocándose en el mercado local bonos desmaterializados respaldados contratos de leasing habitacional.

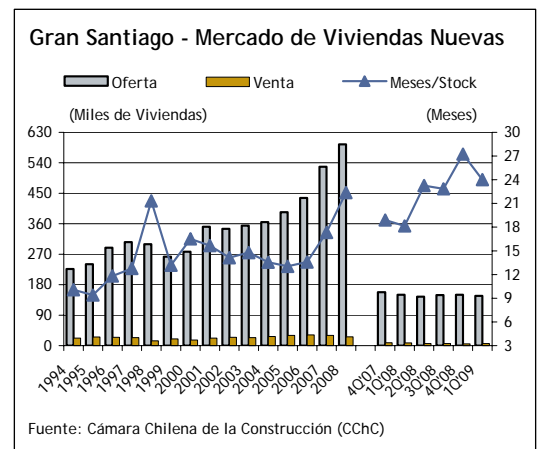
Vive Leasing ocupa el tercer lugar dentro la industria en operaciones de leasing habitacional, con un 14% del mercado en 2008. Dicha participación ha disminuido a 12% en el período LTM al 31 de marzo de 2009, en un escenario en que las condiciones de la industria ha empeorado en general, llegando el total de operaciones colocadas durante el primer trimestre de 2009 al 53% de lo otorgado en igual período del año anterior. Al 31 de marzo de 2009, Vive Leasing contaba con un *stock* de 515 contratos no securitizados por UF381.012 (UF157.541 a igual fecha de 2008).

**Posición Competitiva**

El sector construcción se ha visto afectado en 2009 por el menor dinamismo de la economía mundial y local. Además, posiblemente la caída de dicho sector sea mayor a la de la economía en su conjunto, dado que se ha caracterizado por reflejar una reacción más acentuada frente a cambios económicos bruscos, fruto del menor efecto inmediato sobre el sector de las medidas económicas contra cíclicas que puedan implementarse en pro de la inversión privada y del empleo.

Durante el primer trimestre de 2009, el Producto Interno Bruto (PIB) del sector construcción alcanzó una caída de 1,3% (base 2003) respecto a igual periodo del año anterior, mientras que la economía chilena en su conjunto se deterioró en 2,1%.

De acuerdo a la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), la inversión total en construcción está dividida en los sectores vivienda (pública y privada) e infraestructura (pública y productiva). Para 2009, la CChC proyecta para el sector una inversión total de US\$20.050 millones (dólares de 2008), que representaría una caída de 1,6% respecto a 2008, siendo el principal afectado el subsector de vivienda pública y privada (-18,8%), mientras que impulsando al sector la inversión total en infraestructura se incrementaría en 6,0%. Para el gremio, un escenario pesimista que considera en 2009 una disminución de 21,2% en la inversión en vivienda y un crecimiento de sólo 1,4% en el gasto en obras de infraestructura, generaría una caída de 5,6% en la inversión total en construcción.



Los resultados de las empresas que participan en el sector construcción se ven afectados rápidamente por la evolución económica del país, que a través de variables como el crecimiento del PIB y el nivel de tasas de interés incide directamente en los niveles de inversión y en el costo del financiamiento. Adicionalmente, el mercado inmobiliario es altamente sensible a los índices de empleo, toda vez que la estabilidad laboral y económica incide en la decisión de compra.

Al respecto, desde el tercer trimestre de 2008 se ha observado en el Gran Santiago un fuerte deterioro en la rotación de la venta del *stock* existente, lo que junto al alto ritmo de incorporación de nuevos proyectos que se venía manifestando, ha elevado sustancialmente el número de meses para liquidar *stock*. Dicho índice se elevó hasta 27,2x en el último trimestre de 2008, mientras que tras frenar las empresas del sector el lanzamiento de nuevos proyectos y aplicar atractivos descuentos con el objeto de disminuir el *stock* existente, el índice llegó a 24,0x a fines del primer trimestre de 2009, situándose sin embargo muy por sobre los niveles exhibidos tras la contracción económica ocurrida en Chile a fines de la década de los noventa.

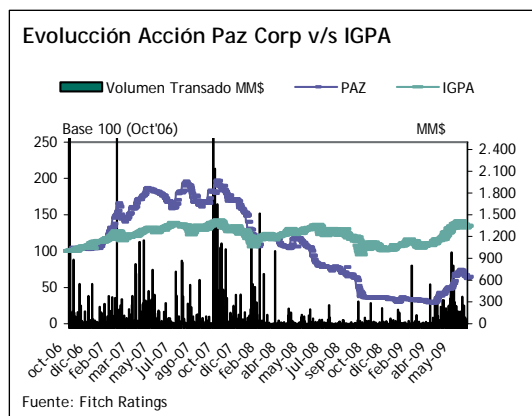
La industria de la construcción en Chile se encuentra altamente fragmentada, con numerosos actores en los distintos negocios. Existen constructoras de tamaño mundial principalmente enfocadas hacia obras de infraestructura, así como también pequeñas compañías que participan en obras menores. Paz Corp participa en el sector de vivienda privada (inmobiliaria), alcanzado en 2008, al considerar la inversión en dicho segmento informada por la CChC y las ventas del 100% de los proyectos desarrollados por Paz Corp (independiente de su participación accionaria), una participación de mercado a nivel nacional de 2,9%, con un alza respecto al 2,1% que alcanzó en 2007.

En base al mismo criterio, el líder del mercado inmobiliario es Socovesa, con un 4,9% de participación en 2008, mientras que SalfaCorp se situó en segundo lugar con un 2,5% del mercado inmobiliario.

## Características de los Instrumentos

### Títulos Accionarios

Con información bursátil durante el periodo LTM terminado al 30 de junio de 2009, Paz Corp alcanza una presencia ajustada de 62,9% en la Bolsa de Comercio de Santiago, una capitalización bursátil de US\$89 millones y un volumen diario promedio transado de US\$136 mil, mientras que la familia Paz controla el 59,4% de las acciones.



### Paz Corp S.A.

Fecha de Inicio de Cotización	18/10/2006
Precio de Cierre (\$)	249
Rango de Precio (\$) (52 semanas)	305 - 109
Capitalización Bursátil (MMUS\$) <sup>(1)</sup>	89
Valor Económico de los Activos (MMUS\$) <sup>(2)</sup>	230
<b>Liquidez</b>	
Presencia Bursátil	62,9%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	290
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	136
Pertenece al IPSA	NO
Part. del IGPA (12mJun'09)	0,1%
Free Float	40,6%
<b>Otros</b>	
Precio / Utilidad (x)	-81,89
Precio / Valor Libro (x)	0,86
EV / EBITDA (x)	122,35
Div. Yield	0,03
Rent. Accionaria (12mJun'09)	-17,2%

(1) Capitalización Bursátil = Número de Acciones \* Precio de Cierre. (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. Tipo de cambio al 30/06/09 (US\$=\$531,76).

**Resumen Financiero - Paz Corp S.A.**

(Cifras en millones de pesos, a Marzo 31, 2009)

Tipo de cambio a final del Periodo

	583,26	636,45	496,89	532,39	512,50	557,40
	LTM Mar'09	2008	2007	2006	2005	2004

**Rentabilidad**

EBITDA Operacional	1.001	943	4.869	8.033	4.990	1.482
Margen EBITDA Operacional (%)	-6,7%	-4,7%	22,0%	50,5%	48,7%	50,6%
(FFO - Gastos Fijos) / Capitalización Ajustada (%)	0,2%	5,1%	10,9%	15,3%	27,6%	42,3%
FCF / Ingresos Operacionales (%)	-261,1%	-110,1%	-152,2%	-106,2%	-39,9%	61,3%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	-1,0%	1,8%	10,3%	36,8%	67,2%	59,3%

**Cobertura (x)**

FFO / Gastos Financieros	0,1	2,6	4,7	9,8	15,6	45,2
EBITDA Operacional / Gastos Financieros	0,3	0,3	2,2	8,3	21,9	36,9
EBITDA Operacional / Servicio de Deuda	0,0	0,0	0,3	0,4	0,9	3,6
FFO / Gastos Fijos	0,1	2,6	4,7	9,8	15,6	45,2
FCF / Servicio de Deuda	-1,5	-0,7	-1,8	-0,6	-0,4	4,5
FCF + Caja y Valores Líquidos / Servicio de Deuda	-1,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	6,3
CFO / Inversiones en Activos Fijos	-31,1	-13,8	-24,8	-23,6	-3,9	11,3

**Estructura de Capital y Endeudamiento**

Deuda Financiera Total Ajustada / FFO+Gto Fin. +Arriendos	260,8	11,8	3,7	3,1	1,7	0,5
Deuda Financiera Total / EBITDA Operacional	85,2	83,4	6,2	2,6	1,2	0,6
Deuda Financiera Neta Total / EBITDA Operacional	75,1	70,5	1,8	1,8	1,0	0,1
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA Operacional	94,9	93,8	8,0	3,6	1,2	0,6
Deuda Financiera Neta Total Ajustada / EBITDA Operacional	84,8	81,0	3,6	2,8	1,0	0,1
Costo de Financiamiento Estimado (%)	3,4%	5,2%	8,9%	7,2%	6,4%	-
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total (%)	26%	26%	40%	97%	90%	40%

**Balance**

Activos Totales	164.501	159.812	96.314	59.958	19.817	8.704
Caja y Valores Líquidos	10.163	12.116	21.325	6.738	1.374	766
Deuda Financiera Corto Plazo	22.051	20.742	12.007	20.238	5.542	371
Deuda Financiera Largo Plazo	63.325	57.845	18.093	589	605	549
Deuda Financiera Total	85.376	78.588	30.100	20.828	6.147	920
Deuda Fuera de Balance (bonos securitizados Vive Leasing y avales)	9.699	9.855	8.861	8.152	0	0
Deuda Financiera Total Ajustada	95.074	88.443	38.961	28.980	6.147	920
Patrimonio Total	57.264	58.287	58.183	33.055	6.677	3.371
Capitalización Ajustada	152.338	146.730	97.144	62.035	12.824	4.291

**Flujo de Caja**

Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	-2.756	4.628	8.298	8.497	3.317	1.776
Variación del Capital de Trabajo	-35.425	-21.861	-30.568	-22.158	-5.490	494
Flujo de Caja Operativo (CFO)	-38.181	-17.233	-22.270	-13.662	-2.173	2.269
Inversiones en Activos Fijos	-1.229	-1.250	-897	-579	-551	-201
Dividendos Comunes	-1.348	-1.348	-4.943	0	0	-272
Flujo de Caja Libre (FCF)	-40.758	-19.831	-28.111	-14.241	-2.724	1.796
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Netas	-5.513	-6.437	-371	-1.423	0	-610
Otras Inversiones, Neto	2.209	-12.495	3.212	2.910	588	0
Variación Neta de Deuda	34.987	30.272	18.862	10.029	4.394	90
Variación Neta de Capital	0	0	20.423	22.368	0	0
Otros Financiamientos, Netos	1.520	227	-1.460	-10.259	-1.830	-1.264
Variación de Caja Total	-7.825	-8.883	12.118	9.569	479	18

**Resultados**

Ingresos Operacionales	15.611	18.011	18.470	13.408	6.830	2.930
Variación de Ventas (%)		-2,5%	37,8%	96,3%	133,1%	NM
EBIT Operacional (Ajustado)	-1.651	-1.441	3.612	6.390	3.140	1.338
Gastos Financieros (Ajustados)	-3.120	-2.839	-2.255	-967	-228	-40
Resultado Neto	-578	1.024	4.681	7.311	3.378	1.998

**Vencimientos de Deuda Largo Plazo (a Marzo 31, 2009)**

	Abr09-Mar10	Abr10-Mar11	Abr11-Mar12	Abr12-Mar14	Abr14-Mar19	Abr19 +
Bancos	472	50.869	0	0	0	0

EBITDA = EBIT + Depreciación y Amortización, EBIT = Resultado Operacional + Dividendos Percibidos. FFO = Flujo Neto Generado por Actividades de la Operación - Variación Capital de Trabajo (Cuentas Por Cobrar; Inventarios; Cuentas Por Pagar). CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Gastos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. Nota: Es posible que algunas cifras no calcen debido a que se han redondeado.

(\* ) Ajuste descuenta intereses operacionales del área inmobiliaria al costo de explotación y los incorpora como gastos financieros.

Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004.  
Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.