



CLASIFICADORA DE RIESGO

PAZ CORP S.A.

SOLVENCIA	BBB-
PERSPECTIVAS	Estables

Contacto: Valeria García Fono: (56 2) 757 0486

Clasificaciones

	Agosto 2006	Julio 2007	Julio 2008	Julio 2009
Solvencia	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables
Acciones	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4

FUNDAMENTACION

Las clasificaciones asignadas a Paz Corp reflejan su destacada posición como gestor de proyectos inmobiliarios, avalada por su extensa experiencia en la industria, sus marcas de alto reconocimiento y su importante participación de mercado en la Región Metropolitana. En contrapartida, las clasificaciones incorporan la alta volatilidad y competencia de la industria en que participa y su exposición a los altos requerimientos de capital de trabajo del negocio inmobiliario.

Paz Corp desarrolla proyectos inmobiliarios orientados a primera vivienda. Está integrada verticalmente, participando en todas las etapas, desde la búsqueda de oportunidades y diseño del proyecto, hasta la comercialización y servicios de post venta. Sus actividades se concentran en la Región Metropolitana, focalizadas al desarrollo de departamentos. No obstante, se ha observado una diversificación creciente, tras el inicio de sus actividades en regiones en el 2005 y su más reciente incursión en el mercado de oficinas.

La propiedad del holding se encuentra concentrada en la familia Paz en un 59,4%, quienes cuentan con una vasta experiencia en la industria.

Le empresa en los últimos años ha desarrollado un agresivo plan de crecimiento, que se ha reflejado en el fuerte y sostenido incremento de las promesas de compra venta, las que registraron un crecimiento promedio anual de 49% en el periodo 2002-2007.

Sin embargo, Paz Corp, al igual que el resto de la industria, ha experimentado a contar del último trimestre de 2008, una fuerte caída en la velocidad de ventas (base promesas) y altas tasas de desistimiento.

Ante la fuerte desaceleración de la actividad inmobiliaria, Paz Corp ha optado por postergar el lanzamiento de proyectos en venta sin inicio de construcción y minimizar los lanzamientos de nuevos proyectos. Adicionalmente, la empresa ha realizado

ajustes de personal de manera de alivianar la estructura de costos.

A abril de 2009, Paz Corp contaba con 65 proyectos inmobiliarios, 10 de los cuales se desarrollan en regiones y 3 corresponden a oficinas. La empresa cuenta, además con una activa posición en terrenos, la que sirve de base para su desarrollo inmobiliario en el mediano plazo.

La política de financiera de la entidad es relativamente agresiva, financiando del orden del 70%-80% de sus proyectos inmobiliarios a través de líneas bancarias. Lo anterior, junto con el fuerte ritmo de crecimiento de sus actividades, particularmente pronunciado a contar de 2007, derivó en un significativo incremento de la deuda financiera, que alcanzó a \$108 mil millones en marzo de 2009, desde \$67,5 mil millones en 2007 y \$37,9 mil millones en 2006.

Se ha observado en el periodo un incremento de los costos financieros que refleja, adicionalmente al mayor nivel de deuda, el aumento en los plazos de venta de los proyectos y un escenario de mayores costos de financiamiento.

Aproximadamente el 72% del stock de deuda vigente a marzo, corresponde exclusivamente al desarrollo de proyectos inmobiliarios, por lo que el pago de estas obligaciones está asociado a los plazos de venta de los proyectos, observándose un adecuado calce entre ingresos pendientes de cobro (proyectos en escrituración) y unidades promesadas (proyectos en construcción) y los montos y plazos de vencimiento de las líneas bancarias asociadas a los proyectos respectivos. La deuda restante está asociada a adquisiciones de terrenos (16%), deuda de las filiales de arriendo de maquinarias (5%) y el negocio de leasing (5%) y a deudas corporativas (2%).

El debilitamiento del desempeño operacional se ha sumado a la mayor carga financiera alcanzada, derivando en un deterioro adicional de los índices financieros de Paz Corp. La cobertura de gastos financieros disminuyó desde 5,2 x en 2006 a 2,6x en 2007 y 0,7x en 2008 y 1,0x a marzo de 2009, obediendo la

PAZ CORP S.A.

leve recuperación observada en el último trimestre principalmente a la racionalización de los gastos de administración y ventas. En tanto la relación deuda estructural (no asociada a proyectos inmobiliarios) a Ebitda ajustado alcanzó a 8,9x en marzo de 2009.

A marzo de 2009, la empresa mantenía una posición de liquidez adecuada, considerando las amortizaciones de capital asociadas a la deuda estructural (obligaciones cuyo plan de pago no está asociado al plazo de venta de proyectos inmobiliarios) contempladas para los próximos 12 meses, por aproximadamente \$5,5 mil millones; en tanto, a igual fecha, los recursos en caja y equivalentes ascendían a \$11,4 mil millones.

Actualmente, la empresa se encuentra en proceso de reestructuración de parte de la deuda estructural, de manera de extender los plazos de vencimientos y lograr una mayor flexibilidad financiera.

En junio de 2009, el grupo controlador de Paz Corp suscribió un acuerdo con inversión con Prudential Financial Inc., que contempla la emisión de 91 millo-

nes de nuevas acciones, equivalentes al 32% de la propiedad post colocación, y la cesión del derecho de suscripción preferente que le correspondería a la Familia Paz a Prudential. De concretarse el acuerdo, los recursos obtenidos, del orden de US\$33,7 millones, serían destinados a financiar el crecimiento futuro de la compañía. Feller Rate considera que el próximo aumento de capital es un soporte requerido para continuar desarrollando su plan de crecimiento.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas "Estables" asignadas a la clasificación se sustentan en la buena gestión comercial de la compañía y su destacado posicionamiento. Consideran, asimismo, las expectativas de Feller Rate que el ritmo de escrituración de las unidades prometadas permitirá a la empresa ir reduciendo progresivamente su nivel de endeudamiento en los próximos trimestres. Adicionalmente, Feller Rate espera que el plan de crecimiento futuro no genere presiones adicionales a los ya deteriorados índices crediticios.

HECHOS RELEVANTES

- *Aumento de capital.* En junio de 2009, el grupo controlador de Paz Corp suscribió un acuerdo de inversión con PLA Residential Fund III Chile, LP. (PLA Chile). El acuerdo contempla la emisión de 91 millones de acciones de pago por un monto cercano a los US\$33,7 millones y equivalente al 32% de la propiedad, post colocación. De la nueva emisión, la Familia Paz cedería PLA Chile el derecho preferente de suscripción que le corresponda. PLA Chile es administrado por Prudential Financial Inc. que, a través de su unidad de negocios de inversión y asesoría inmobiliaria administraba al 31 de marzo un portfolio de inversión cercano a los US\$42 mil millones distribuido en Estados Unidos, Europa, Asia y Latinoamérica. De concretarse el acuerdo, los recursos recaudados se destinarían a financiar el crecimiento proyectado por la compañía.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Amplia experiencia en la industria.* El grupo Paz Corp y sus propietarios cuentan con una extensa experiencia, cercana a 40 años, en la industria inmobiliaria
- *Buena posición de mercado.* La compañía ha desarrollado una fuerte presencia en la construcción y ventas de primeras viviendas y ha posicionado con éxito sus marcas Paz y Paz Froimovich. En particular, destaca su fuerte posicionamiento en la comuna de Santiago Centro, a través de Paz Froimovich.

PAZ CORP S.A.

- *Modelo de negocios acotado.* La compañía no considera tomar posiciones especulativas en terrenos o el desarrollo de grandes proyectos, sino que compra terrenos que le permitan mantener e incrementar sus niveles de venta, evaluando las existencias actuales y la rotación de activos.

Riesgos

- *Volatilidad de la industria.* La industria privada de construcción de viviendas es altamente sensible a los ciclos económicos. Esto, asociado tanto a los incrementos de tasas de interés en los períodos de sobreaceleración como a la postergación de decisiones de compra de vivienda durante los períodos recesivos.
- *Industria competitiva.* La oferta en el sector inmobiliario se encuentra atomizada, existiendo una serie de empresas de tamaño pequeño y mediano que compiten entre sí. Adicionalmente, si bien se observa una tendencia hacia la implementación de mayores exigencias regulatorias que elevarían los costos de los participantes de la industria, aun no existen fuertes barreras para el ingreso de nuevas empresas, lo que constituye un riesgo adicional para los actuales competidores. Sin embargo, son factores decisivos el volumen y la cantidad de obras.
- *Fuertes necesidades de recursos.* Las decisiones de inversión y desarrollo de nuevos proyectos en la industria pueden implicar fuertes necesidades de recursos para el financiamiento de compras de terrenos y de capital de trabajo para existencias. Agresivos planes de desarrollo y adquisiciones pueden derivar en altos niveles de endeudamiento que afecten la flexibilidad financiera de las empresas inmobiliarias. Se debe considerar, además, que una vez iniciado un proyecto este debe continuar su proceso hasta su terminación, lo que resta capacidad de pronta reacción ante cambios bruscos en la situación económica o en los mercados.
- *Negocio Financiero.* El financiamiento a clientes inmobiliarios mediante contratos de leasing hipotecario, otorgados por la filial Vive Leasing, está expuesto a riesgos financieros, tal como la variación en las tasas de interés de corto y largo plazo.