

ANÁLISIS RAZONADO

Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados Intermedios de Paz Corp S.A. al 31 de marzo de 2010 y 2009.

Según lo dispuesto por la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, las cifras presentadas están expresadas en pesos chilenos y de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera, NIIF (IFRS), aplicadas por Paz Corp S.A. uniformemente a partir del 1º de enero de 2010, en forma comparativa.

1. BALANCE GENERAL

a) Análisis de activos

Los activos totales de la Sociedad aumentaron de M\$205.338.007 al 31 de diciembre de 2009 a M\$206.234.951 al 31 de marzo de 2010, lo que representa un aumento de 0,4%, (M\$896.944), variación que tiene su explicación en los siguientes movimientos:

Los activos corrientes de la Sociedad, presentan un incremento de M\$37.645.373, equivalente a un 40,1% al 31 de marzo de 2010, explicado fundamentalmente por el aumento de las existencias (inmuebles para la venta y obras en curso) en M\$39.750.325, y de los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar en M\$1.627.487.

Los activos no corrientes presentan una variación negativa de 32,9%, producto principalmente de la disminución en los inventarios por M\$34.259.814 por reclasificaciones de existencias al corto plazo de acuerdo a la fecha de escrituración de proyectos, y a la disminución de valor de las inversiones permanentes en M\$2.152.570 producto de los resultados obtenidos en las filiales y coligadas.

Para apoyar el análisis de los activos de Paz Corp S.A. y Subsidiarias, se presenta la Consolidación Proporcional de todas las inversiones directas e indirectas que afectan la gestión inmobiliaria, y generan valor al negocio.

CONSOLIDACIÓN PROPORCIONAL

Considerando que la compañía tiene una participación accionaria menor al 50% en la mayoría de los proyectos inmobiliarios que desarrolla, no puede consolidar la mayoría de sus inversiones, ya que las normas internacionales de información financiera, NIIF, requieren tener el control sobre las inversiones para efectuar la consolidación de éstas.

En atención a lo anterior, la Compañía ha preparado la siguiente información financiera de consolidación proporcional sobre los principales rubros del balance general y estado de resultados, con el propósito de mostrar una visión más completa del volumen de los negocios en los que participa.

Por lo tanto, este informe de consolidación proporcional ha sido preparado al 31 de marzo de 2010 y 2009, incluyendo la participación proporcional de Paz Corp S.A. en los activos, pasivos, gastos e ingresos de las sociedades filiales (detalladas en cuadro incluido en nota 2 de los estados financieros consolidados) como también de las sociedades coligadas directas e indirectas.

Balances de Consolidación Proporcional Resumidos

	<u>2.010</u>	<u>2.009</u>
	M\$	M\$
Activos corrientes	159.323.223	122.091.420
Activos no corrientes	68.341.405	76.434.991
Total Activos	227.664.628	198.526.411
Pasivos corrientes	88.372.553	81.627.416
Pasivos no corrientes	67.762.923	63.795.547
Patrimonio total	71.529.152	53.103.448
Total Pasivos y Patrimonio	227.664.628	198.526.411

Estados de Resultados de Consolidación Proporcional Resumidos

	<u>2.010</u>	<u>2.009</u>
	M\$	M\$
Ingresos de actividades ordinarias	6.014.426	10.563.436
Costo de ventas	(5.549.448)	(7.468.044)
Gastos de administración	(1.691.489)	(1.726.348)
Resultado operacional	(1.226.511)	1.369.044
Costos financieros	(443.639)	(542.190)
Otros no operacional	295.478	401.079
Resultado antes de impuestos	(1.374.672)	1.227.933
Impuesto a las ganancias	224.673	1.899
Ganancia (Pérdida)	(1.149.999)	1.229.832

b) Análisis de pasivos y patrimonio

Los pasivos totales de la Sociedad aumentaron de M\$131.978.379 al 31 de diciembre de 2009, a M\$133.627.932 al 31 de marzo de 2010, lo que representa un aumento de 1,2%, (M\$1.649.553), variación que tiene su explicación en los siguientes movimientos:

El pasivo corriente presenta un aumento de M\$24.088.198 explicado principalmente, por el incremento de las obligaciones bancarias (M\$24.406.962) las que tienen relación directa con el aumento en las existencias, dado los grados de avances de las obras de los proyectos en ejecución. Adicionalmente, al cierre del período, se presentan M\$841.786 de mayores anticipos entregados de clientes por promesas de compraventa, reflejados en el incremento de Otros pasivos no financieros corrientes.

En cuanto al pasivo no corriente, presenta una disminución de M\$22.438.645 explicado fundamentalmente por el decremento de las obligaciones bancarias por M\$22.071.678, como consecuencia del traspaso de una porción de la deuda al corto plazo.

El patrimonio de la Sociedad disminuyó de M\$73.359.628 en 2009, a M\$72.607.019, al 31 de marzo de 2010, lo que representa una variación negativa de 1,0% (M\$752.609), explicado principalmente por la pérdida del período, la que fue de M\$1.308.879.

2. ESTADO DE RESULTADOS

Al 31 de marzo de 2010, la Sociedad obtuvo una pérdida después de impuestos de (M\$1.308.879), que representa un menor resultado de 198,3%, respecto del ejercicio 2009, que fue una utilidad de M\$1.331.079. Las principales variaciones en los resultados fueron:

a) Resultado operacional: al 31 de marzo de 2010, la Sociedad registra un resultado operacional negativo originado por sus filiales de M\$1.115.841. Al 31 de marzo de 2009, se generó un resultado positivo por M\$189.752.

Esta variación negativa, se explica por el efecto neto del deterioro de la ganancia bruta en 2010, desde un 48,8% a un 0,1%, generado por el incremento de los costos en 85,3%, y la disminución de los ingresos en 5,1%.

b) Resultado no operacional: al 31 de marzo de 2010, la Sociedad registró un resultado negativo de M\$530.791, lo que varía en 144,6% respecto del resultado positivo de M\$1.190.400 de 2009, originado principalmente por una disminución del resultado neto de la participación en los resultados de asociadas, y a un aumento de los costos financieros.

3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

La sociedad generó durante el período, un flujo neto negativo de efectivo de M\$2.934.675, que representa una variación positiva del 12,9%, respecto del período anterior.

Las actividades de la operación generaron un flujo negativo de M\$43.165.768, que se origina en lo principal por la pérdida del período, depurada de los resultados que no representan flujo de efectivo donde lo más relevante es la variación de las existencias, por los traspasos de las obras en curso del largo al corto plazo, según las fechas de escrituración.

Las actividades de financiamiento originaron un flujo positivo de M\$4.472.811, donde lo principal está dado fundamentalmente por el resultado neto en la obtención de nuevos préstamos bancarios.

Las actividades de inversión generaron un flujo positivo de M\$35.758.282 que corresponde principalmente a dividendos de inversiones, e incrementos en obras en los proyectos en curso.

4. ANÁLISIS FINANCIERO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS

A continuación se presentan los principales indicadores financieros, sobre la base de los estados financieros consolidados de la Sociedad.

	Períodos	
	Mar-10	Dic-09
<u>Indicadores de liquidez</u>		
1) Liquidez corriente	1,63	1,66
2) Razón ácida	0,52	0,77
3) Capital de trabajo (M\$)	50.979.758	37.422.583
<u>Indicadores de endeudamiento</u>		
4) Razón endeudamiento	1,84	1,80
5) Deuda corto plazo/ deuda total	60,19%	42,69%
6) Deuda largo plazo/ deuda total	39,81%	57,31%
<u>Indicadores de actividad</u>		
7) Rotación de inventarios	0,02	0,07
8) Permanencia de inventarios	15.611,76	4.897,96
9) Total de activos (M\$)	206.234.951	205.338.007
<u>Indicadores de rentabilidad</u>		
10) Rentabilidad patrimonio	-1,79%	1,58%
11) Rentabilidad activo	-0,64%	0,55%
12) Rentabilidad activos operacionales	-0,82%	-0,23%

	Períodos	
	Mar-10	Mar-09
<u>Indicadores de resultados</u>		
1) Ingresos de actividades ordinarias (M\$)	3.130.270	3.298.300
2) Costo de ventas (M\$)	(3.126.015)	(1.687.398)
3) Resultado operacional (M\$)	(1.115.841)	189.752
4) Costos financieros (M\$)	(308.249)	(196.795)
5) Resultado no operacional (M\$)	(530.791)	1.190.400
6) R.A.I.I.D.A.I.E. (M\$)	(1.168.916)	1.740.646
7) Utilidad/ (Pérdida) después de impuestos (M\$)	(1.308.879)	1.331.079
<u>Otros Indicadores</u>		
8) Cobertura Gastos Financieros	(4,34)	8,01
9) Utilidad por acción (\$)	(4,65)	6,99

El índice de liquidez corriente se movió levemente a 1,63 veces al 31 de marzo de 2010, en relación a 1,66 veces al 31 de diciembre de 2009. Esta variación en el indicador se vio generada principalmente por el mayor incremento de los pasivos circulantes en 42,8%, respecto de los activos circulantes en 40,1%.

La razón ácida presentó una disminución de 0,26 al 31 de marzo de 2010, en relación a diciembre 2009. Este indicador se movió en el mismo sentido del indicador anterior, dado que el principal incremento del activo circulante, está dado por la variación de los inventarios.

El capital de trabajo de la Sociedad es positivo por M\$50.979.758 al 31 de marzo de 2010, en el período anterior fue positivo por M\$37.422.583, la variación se explica por el mayor incremento de las existencias, y el menor aumento de las obligaciones bancarias.

La razón de endeudamiento, se movió de 1,80 en el ejercicio 2009 a 1,84 en el período 2010. Esta variación se explica principalmente por el aumento de las obligaciones bancarias en 2,43%, y la disminución del patrimonio en un 1%.

La rentabilidad del patrimonio de 1,79% negativo, al cierre del periodo 2010, incluye el resultado obtenido producto de las inversiones en el negocio inmobiliario. El patrimonio promedio está calculado según el criterio establecido en la Norma de Carácter General N°118.

La rentabilidad del activo total a marzo de 2010 alcanza a 0,64% negativo, donde el activo total promedio está constituido fundamentalmente por inventarios, terrenos, inversiones, activo fijo y cuentas por cobrar a empresas relacionadas.

La rentabilidad del activo operacional a marzo de 2010 alcanzó un valor negativo de 0,82%, donde el activo operacional promedio está constituido fundamentalmente por terrenos para futuros proyectos, maquinaria y equipos de construcción, y las existencias a la fecha de cierre.

5. ANÁLISIS DE VALOR LIBRO Y VALOR ECONÓMICO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS

Para contabilizar la adquisición de subsidiarias se utiliza el método de adquisición. El costo de adquisición es el valor razonable de los activos entregados, de los instrumentos de patrimonio emitidos y de los pasivos incurridos o asumidos en la fecha de intercambio. Los activos identificables adquiridos y los pasivos y contingencias identificables asumidos en una combinación de negocios se valoran inicialmente por su valor razonable a la fecha de adquisición, con independencia del alcance de los intereses minoritarios. El exceso del costo de adquisición sobre el valor razonable de la participación de la Sociedad en los activos netos identificables adquiridos, se reconoce como menor valor o plusvalía comprada (goodwill). Si el costo de adquisición es menor que el valor razonable de los activos netos de la filial adquirida, la diferencia se reconoce directamente en el estado de resultados.

La participación de Paz Corp S.A. y Subsidiarias en las pérdidas o ganancias posteriores a la adquisición de sus coligadas o asociadas se reconoce en resultados, y su participación en los movimientos patrimoniales posteriores a la adquisición que no constituyen resultados, se imputan a las correspondientes reservas de patrimonio (y se reflejan según corresponda en el estado de otros resultados integrales).

Las ganancias no realizadas por transacciones entre Paz Corp S.A. y sus coligadas o asociadas se eliminan en función del porcentaje de participación de la Sociedad.

Las cuentas y documentos por cobrar a empresas relacionadas se clasifican conforme a su vencimiento en corto y largo plazo. Los saldos con entidades relacionadas corresponden principalmente a cuentas corrientes mercantiles simples, expresadas en pesos y en U.F.. Las transacciones entre empresas relacionadas corresponden a contratos de arrendamiento de maquinarias y contratos por servicios profesionales de arquitectura, administración y supervisión de la construcción de proyectos inmobiliarios.

En resumen, los activos se presentan valorizados de acuerdo a normas internacionales de contabilidad y a las instrucciones impartidas, por la Superintendencia de Valores y Seguros, expuestas en Nota 2 de los Estados Financieros, no existiendo diferencias entre los valores libro y valores económicos y/o de mercado de los principales activos.

6. VARIACIONES EN EL MERCADO, COMPETENCIA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO

La industria inmobiliaria se caracteriza por mayores fluctuaciones en su nivel de actividad que otras industrias dentro del sector económico, así esta industria es altamente sensible a los cambios macroeconómicos. Asimismo, dentro del negocio inmobiliario, los sectores más sensibles a estos ciclos económicos, son el industrial, el de segunda vivienda, de oficinas, comercial y finalmente el de primera vivienda. Este último ha mostrado permanentemente una menor sensibilidad y en los últimos años, un mayor crecimiento en los estratos C2 y C3.

En épocas de auge económico son muchas las compañías que ingresan a la industria ya que las barreras de entrada son bajas. Esto tiende a producir un exceso de oferta lo que disminuye las velocidades de venta produciendo un estancamiento en algunos períodos posteriores, hasta poder liquidar el mayor stock.

A su vez, en períodos recesivos, como el año anterior, el sector inmobiliario se puede ver afectado ya que los compradores tienden a postergar decisiones de compra de tipo inmobiliario. Esto se debe fundamentalmente a que los ciclos económicos impactan a variables tales como: tasas de interés, nivel de empleo, salarios, inflación, acceso a financiamiento, modalidades de financiamiento de viviendas, incentivos tributarios, etc., lo que incide fuertemente en la industria, y directamente en los compradores, respecto de la percepción del riesgo que pudiese presentar un nuevo escenario.

El sector inmobiliario se ve afectado en marzo por los efectos del terremoto, la sensación de que es un buen momento para comprar viviendas baja de un 43% a un 17%. Con el terremoto la primera reacción del mercado ha sido privilegiar la compra de casa por sobre departamentos.

De acuerdo con el Informe Inmobiliario de Collect, durante el primer trimestre del 2010 las ventas del sector en la Región Metropolitana fueron de 6.763 unidades y 19.055 MUF. Adicionalmente, el informe agrega lo siguiente:

Al 31 de Marzo 2010 el stock en oferta (entrega inmediata + en verde), alcanzó las 35.382 unidades equivalentes a 91.216 MUF. Lo anterior en unidades representa un 1% de aumento con respecto al trimestre anterior y un 26,8% de caída respecto al mismo trimestre del 2009. En términos de UF, representa un 0.2% de caída respecto al trimestre anterior y un 27,3% de caída respecto al mismo trimestre del 2009.

Del total de unidades vendidas el primer trimestre 2010, representa en unidades una caída de 14,2% respecto al trimestre anterior y un 7,7% de aumento respecto al mismo trimestre del 2009. En términos de UF, representa una caída de un 11,9% respecto al trimestre anterior y un 17,5% de aumento respecto al mismo trimestre del 2009.

Del total de unidades vendidas durante este trimestre, 4.820 (71%) corresponden a departamentos y 1.943 (29%) corresponden a casas. En tanto, respecto a la oferta, 28.727 unidades corresponden a departamentos (81%) y casas 6.655 unidades (19%).

Respecto a la evolución de meses para agotar oferta de viviendas nuevas en Santiago, al 31 de Marzo 2010 alcanza a 18,7 meses, cifra inferior a los 26,3 meses de marzo del año anterior. En tanto los meses para agotar oferta de departamentos nuevos en Santiago alcanza los 20,9 meses.

Paz Corp S.A., y sus inmobiliarias desarrollan proyectos de oficinas y habitacional, sin embargo, están muy focalizadas en el segmento residencial de primera vivienda del mercado inmobiliario. Mayoritariamente, la oferta de Paz Corp S.A., está compuesta por proyectos de desarrollo vertical (departamentos).

Es posible observar los últimos años, una consolidación de mercado ya que en este momento existe un número importante de proyectos desarrollados por grandes empresas. Este proceso de consolidación en parte se debe a la creciente importancia que tienen entre otras variables la especialización, las marcas y economías de escala, para una efectiva competencia.

En términos de participación relativa nuestra empresa tiene en los principales mercados en que participa un rol importante, en la Comuna de Providencia, en la Comuna de Ñuñoa, en la Comuna de Las Condes, y especialmente en la Comuna de Santiago. Y con menor participación relativa en Vitacura, Huechuraba, La Florida, y Pudahuel. Es interesante señalar la fuerte entrada de nuestra empresa en regiones, la que se inició en 2006, contando a la fecha con proyectos en Antofagasta, Viña del Mar, Rancagua, Talca, Concepción y Puerto Montt.

7. ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO

La empresa es parte de un mercado cíclico. Por lo tanto, el riesgo principal al cual se enfrenta la empresa es la posibilidad de pasar a una parte más negativa o neutral del ciclo en el mercado inmobiliario. En este sentido el escenario de tasas de interés es muy importante ya que puede afectar la predisposición de nuestros clientes a financiar la compra de sus viviendas con créditos hipotecarios a largo plazo, restringiendo así la demanda por vivienda. En condiciones de restricción de la demanda, la empresa debiera ver reducida la tasa de crecimiento de sus ingresos y de sus utilidades, y en situaciones expansivas, lo contrario.

El riesgo producto de variaciones en el tipo de cambio puede afectar el precio de importación de algunos de los insumos que se utilizan en la construcción de nuestros proyectos. Sin embargo, consideramos dicho riesgo más bien bajo ya que la incidencia final en el costo de construcción de los insumos importados no es alta. El incremento en los precios de algunos commodities, y el incremento en el valor de la mano de obra, puede afectar el precio de construcción final de nuestros proyectos. Los presupuestos de construcción que se realizan al inicio de cada obra, siempre contemplan holguras para cubrir potenciales alzas de los insumos.

Con respecto a la política de cobertura que tiene la empresa para cubrir los riesgos a los cuales está expuesto, básicamente buscamos minimizar los riesgos de inflación y de tasa de interés durante la ejecución de los proyectos que realizamos. Para ello mantenemos una política de denominar toda la venta de nuestras viviendas en UF, y a su vez mantenemos pasivos con vencimientos que se calcen con el período de ejecución de los proyectos.

La empresa tiene como política comprar terrenos para el desarrollo en el corto plazo.

La Sociedad mantiene una amplia cobertura de riesgos para la gran mayoría de nuestras actividades específicamente en el proceso de construcción. En este sentido contamos con seguros de Responsabilidad Civil para poder asegurar la responsabilidad civil extracontractual en las actividades desarrolladas, que puedan verse afectados por los trabajos de construcción de nuestros proyectos e incluye todas las etapas de desarrollo tales como: demolición, excavación, y ejecución de la obra. Adicionalmente, incluimos responsabilidad cruzada por daños que puedan existir entre contratistas del proyecto.

Contamos también en todos nuestros proyectos con seguros de incendio. Por último, se cuenta con seguros de accidentes que ocurran a personal contratado por la empresa en las labores o actividades relacionadas al proceso de construcción; incluyendo muerte o incapacidad.

De esta manera consideramos que la mayoría de los riesgos con respecto a la construcción de nuestros proyectos, están ampliamente cubiertos de todo riesgo operativo mediante las pólizas pertinentes.

8. EFECTOS DEL TERREMOTO

A raíz del lamentable terremoto que afectó al país el pasado 27 de febrero de 2010 podemos señalar que los edificios desarrollados por sociedades filiales o coligadas de Paz Corp a lo largo del país respondieron adecuadamente a un terremoto de esta magnitud.

Solo 1 de los 128 proyectos inmobiliarios desarrollados por sociedades relacionadas a Paz Corp, esto es, el Edificio Emerald ubicado en la comuna de Ñuñoa en Santiago y desarrollado por Emerald Fondo de Inversión Privado, presentó algunos daños estructurales como consecuencia del terremoto no obstante haberse dado pleno cumplimiento a las normas legales, requerimientos técnicos y los más altos estándares de la industria en la construcción de dicho edificio. Actualmente se está trabajando con los propietarios de departamentos en el edificio Emerald y las autoridades pertinentes en la implementación de soluciones técnicas, legales y económicas definitivas.

En efecto, los trabajos de estabilización del edificio han concluido y los calculistas del mismo están trabajando en el diseño del proyecto de reparación y en el correspondiente informe técnico con las alternativas de reparación definitiva y los costos asociados. Asimismo, Paz Corp ha ofrecido a los propietarios de departamentos en el edificio Emerald diversas opciones de solución habitacional definitiva, unido a un conjunto de beneficios económicos para auxiliarlos temporalmente mientras se implementa alguna de las opciones ofrecidas, las que han sido evaluadas muy positivamente por nuestros clientes.

En general, podemos concluir sobre eventuales impactos económicos en los estados financieros, lo siguiente:

- Respecto de los edificios en construcción, la compañía tiene seguros contratados en la eventualidad de ser requeridos como consecuencia de los efectos del terremoto.
- Respecto de los edificios vendidos, la Ley General de Urbanismo y Construcciones contempla los siguientes 3 escenarios para efectos de responsabilidades:
 - a. En el plazo de diez años, en el caso de fallas o defectos que afecten a la estructura soportante del inmueble.
 - b. En el plazo de cinco años, cuando se trate de fallas o defectos de los elementos constructivos o de las instalaciones.
 - c. En el plazo de tres años, si hubiesen fallas o defectos que afecten a elementos determinaciones o de acabado de las obras.

A nuestro juicio los edificios de Paz Corp S.A. cumplieron con lo especificado por la norma.

- Respecto del edificio Emerald, y sin que ello signifique asumir responsabilidad sobre el hecho y sus consecuencias, los costos incurridos en auxiliar a los afectados del edificio Emerald alcanzan a la fecha la suma de MM\$ 380. Existen también seguros comprometidos para cubrir parte de los daños en el edificio como consecuencia del terremoto.