



**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS FÍSICAS Y MATEMÁTICAS
DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA INDUSTRIAL**

**EXPANSIÓN INTERNACIONAL ECHEVERRÍA IZQUIERDO S.A.
CRECIMIENTO INORGÁNICO, UNA ALTERNATIVA VIGENTE**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN GESTIÓN PARA LA
GLOBALIZACIÓN**

CLAUDIO FRANCISCO MORÁN OVALLE

**PROFESOR GUÍA:
ENRIQUE JOFRÉ ROJAS**

**MIEMBROS DE LA COMISIÓN:
GERARDO DÍAZ RODENAS
LORENA TEUTSCH BARROS**

**SANTIAGO DE CHILE
2014**

RESUMEN EJECUTIVO

Echeverría Izquierdo S.A. (EISA) es una empresa de ingeniería y construcción líder en Chile. Gracias a los buenos resultados que ha logrado a nivel nacional, la firma ha conseguido instalarse en los principales mercados de Sudamérica. En esta tesis se estudiará la expansión internacional del grupo, evaluando una alternativa de crecimiento inorgánico que genere valor a la compañía. Lo anterior, permitirá a la empresa contar con un interesante estudio sobre la actividad de M&A (Mergers & Acquisitions) en la construcción. Por otra parte, la metodología empleada servirá de lineamiento para abordar los primeros pasos en un proceso de adquisición de este tipo, ampliando la cobertura y despliegue de la organización.

La propuesta metodológica se basa fundamentalmente en dos aspectos, el estratégico y el financiero. Inicialmente, se abordará el mercado actual de la construcción y el posicionamiento de Echeverría Izquierdo S.A. en esta industria. Luego, se dará una mirada macroeconómica global al sector. Como resultado de lo anterior, se presentará el análisis estratégico de la compañía. El aspecto financiero, en tanto, se centrará en valorizar la empresa pre y post adquisición. De esta forma, se busca cuantificar, mediante un modelo, las sinergias que se logren identificar producto de la adquisición.

EISA ha diversificado sus especialidades a nivel local, para luego explorar el desarrollo internacional. Perú y Colombia resultaron ser los mercados más atractivos de estudiar. Dentro de ellos se seleccionó para el análisis a la empresa colombiana Construcciones El Cóndor S.A. (CECSA). La racionalidad estratégica de la compra viene dada por las eventuales sinergias generadas a partir de la adquisición. La oferta de EISA por CECSA contempla un 30% de prima sobre el valor de mercado de esta última. La estructura de compra, en tanto, propone una combinación de efectivo (30%) e intercambio de acciones (70%). Bajo ese escenario, las ganancias en el largo plazo ascienden a \$29.245 millones (margen de un 14%).

Los números obtenidos reflejan las buenas oportunidades de expansión que tiene Echeverría Izquierdo S.A. en el marco Sudamericano. Una eventual adquisición en la región podría traer importantes ganancias a la compañía. Con todo, la propuesta y sus resultados deben entenderse bajo los criterios y supuestos utilizados.

Por último, es importante acotar que el estudio realizado no pretende establecer márgenes ni proponer mercados o empresas en la eventualidad de una adquisición por parte de Echeverría Izquierdo S.A. Más bien, esta tesis propone una metodología para abordar los primeros pasos en un eventual proceso de adquisición. Esta metodología está enfocada en la empresa Echeverría Izquierdo S.A. y las opciones de expansión inorgánica en el ámbito internacional que presenta esta compañía.

EXECUTIVE SUMMARY

Echeverría Izquierdo S.A. (EISA) is a leader engineering and construction company in Chile. Thanks to the positive results achieved locally, the firm has been able to settle in South America's most important markets. A study on the international expansion of EISA will be carried out in this thesis, evaluating an inorganic growth alternative that hopefully creates value for the firm. This would provide the company with an interesting study on M&A activity for construction. Besides, the methodology used would help to line up the first steps in an acquisition process of this type, expanding the coverage and deployment of the organization.

The methodological proposal is basically built on two aspects, the strategic and the financial. First of all, the actual construction market will be covered, as well as EISA's position in this industry. Then, a global macroeconomic view of the sector will be conducted. As a result, the strategic analysis of the company will be presented. The financial aspect, on the other hand, will be focused on the valorization of the firm pre and post acquisition. This way the identified synergies would be quantified through a model.

EISA has diversified its specialties in Chile. After that, the company has explored an international development. Peru and Colombia had resulted as the most attractive markets to study. The Colombian company Construcciones El Cóndor S.A. (CECSA) has been selected within this two countries. The strategic rationale of the purchase is given by the eventual synergies generated from the acquisition. EISA's offer for CECSA considers a 30% prima over the market value of the latter. The bid structure, on the other hand, proposes a combination of cash (30%) and shares (70%). Under this scenario, the earnings in the long term rise to US\$54.9 million (exchange rate on December the 4th, 2013: 1US\$=532,97CLP) with a 14% margin.

The figures reflect the great expansion opportunities that Echeverría Izquierdo S.A. has in South America. An acquisition in the region could bring significant gains to the company. All in all, the proposal and its results should be understood under the specified criteria and assumptions.

Finally, it is important to mention that this study has no intention on neither setting margins nor making markets or companies propositions in the eventuality of an acquisition from Echeverría Izquierdo S.A. Rather, this thesis proposes a methodology to approach the first steps of an acquisition process. This methodology is focused on Echeverría Izquierdo S.A. and the inorganic expansion alternatives that this firm has in the international filed.

TABLA DE CONTENIDO

1	INTRODUCCIÓN	1
2	OBJETIVOS	1
2.1	Objetivo General	1
2.2	Objetivos Específicos	2
3	ALCANCES	2
4	METODOLOGIA	3
5	EHEVERRÍA IZQUIERDO S.A.	4
5.1	Breve reseña histórica de la empresa	4
5.2	Especialidades	4
5.3	Estructura Corporativa	7
5.4	Desempeño reciente	7
5.4.1	Ingresos	7
5.4.2	Utilidades	8
5.4.3	Desempeño bursátil	9
6	INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN	10
6.1	La Industria de la Construcción en Chile	10
6.2	El panorama internacional	12
6.3	Las perspectivas en Latinoamérica	13
7	ANÁLISIS ESTRATÉGICO	16
7.1	Echeverría Izquierdo S.A.	16
7.1.1	Estrategia de crecimiento	17
7.1.2	Análisis interno y externo de la Compañía	18
7.1.3	Lineamientos a futuro	25
7.2	Industria de la Construcción	26
7.2.1	Elección del país objetivo	27

8	EXPANSIÓN INORGÁNICA	30
8.1	Análisis de Adquisición.....	31
8.1.1	Modelo	31
8.1.2	Estructura de compra.....	41
9	PLAN DE INTEGRACIÓN	44
9.1	Equipo de Integración.....	44
9.2	Tareas y plazos	44
10	CONCLUSIONES	45
11	BIBLIOGRAFÍA	48
12	ANEXOS	50
12.1	<i>Anexo A: Empresas chilenas de Ingeniería y Construcción, abiertas en bolsa, que compiten de forma directa con EISA.....</i>	50
12.2	<i>Anexo B: Participación de mercado de Echeverría Izquierdo S.A. en Chile.</i>	51
12.3	<i>Anexo C: Estructura de Administración Echeverría Izquierdo S.A.</i>	52
12.4	<i>Anexo D: PIB por actividad económica en Chile</i>	53
12.5	<i>Anexo E: Gasto total en Construcción en millones de US\$.....</i>	54
12.6	<i>Anexo F: Políticas económicas generales de crecimiento mundial para el año 2013</i>	55
12.7	<i>Anexo G: Variación anual PIB Nacional y PIB construcción para algunas economías de Sudamérica.....</i>	56
12.8	<i>Anexo H: Estructura y unidades de negocio.....</i>	58
12.9	<i>Anexo I: Cuadro de especialidades y presencia internacional</i>	59
12.10	<i>Anexo J: Indicadores de actividad.....</i>	60
12.11	<i>Anexo K: Evolución del Patrimonio (CLP Miles de millones).....</i>	61
12.12	<i>Anexo L: Evolución del Backlog del grupo</i>	62
12.13	<i>Anexo M: Distribución de los ingresos. (Año 2012).....</i>	63
12.14	<i>Anexo N: Evolución de los costos de la construcción en Chile</i>	63
12.15	<i>Anexo O: Ranking Doing Business 2013.....</i>	64

12.16	<i>Anexo P: Mapa de riesgo político.....</i>	65
12.17	<i>Anexo Q: Índice de percepción de corrupción.....</i>	66
12.18	<i>Anexo R: Encuesta a altos ejecutivos de empresas de Ingeniería y Construcción para estimar ponderación de cada criterio relativo a la conveniencia de una expansión internacional.</i>	67
12.19	<i>Anexo S: Respuestas de ejecutivos a Encuesta realizada.....</i>	68
12.20	<i>Anexo T: Pauta de asignación de notas para cada criterio</i>	68
12.21	<i>Anexo U: Antecedentes Construcciones El Cóndor S.A.....</i>	71
12.22	<i>Anexo V: Valoración EISA.....</i>	75
12.23	<i>Anexo W: Valoración CECSA.....</i>	76
12.24	<i>Anexo X: Valoración CECSA + Control</i>	77
12.25	<i>Anexo Y: Valoración EISA + CECSA Pre Sinergias</i>	78
12.26	<i>Anexo Z: Valoración EISA + CECSA Post Sinergias.....</i>	79
12.27	<i>Anexo AA: Fuentes de sinergia, mayores antecedentes.....</i>	80
12.28	<i>Anexo AB: Cuantificación de sinergias y otros costos.....</i>	83
12.29	<i>Anexo AC: Estructura de propiedad y control Construcciones El Cóndor S.A.</i>	84
12.30	<i>Anexo AD: Estudio sobre porcentajes de primas pagados en adquisiciones, industria de la construcción</i>	85
12.31	<i>Anexo AE: Carta Gantt plan de integración EISA-CECSA.....</i>	86

ÍNDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1: Variación del PIB. Muestra de países de América Latina y el Caribe</i>	<i>14</i>
<i>Tabla 2: Ponderación para cada criterio definido.....</i>	<i>28</i>
<i>Tabla 3: Índices obtenidos, según el criterio empleado</i>	<i>29</i>
<i>Tabla 4: Escala de notas según apreciación de cada uno de los criterios definidos ..</i>	<i>29</i>
<i>Tabla 5: Notas obtenidas por país, según criterios aplicados.....</i>	<i>30</i>
<i>Tabla 6: Supuestos Modelo Echeverría Izquierdo S.A.</i>	<i>34</i>
<i>Tabla 7: Supuestos Modelo Construcciones El Cóndor S.A.</i>	<i>36</i>
<i>Tabla 8: Supuestos Modelo conjunto, EISA+CECSA</i>	<i>37</i>
<i>Tabla 9: Tasas utilizadas para la valoración de cada empresa</i>	<i>38</i>
<i>Tabla 10: WACC calculado por período</i>	<i>39</i>
<i>Tabla 11: Sinergias identificadas para la adquisición</i>	<i>41</i>
<i>Tabla 12: Consideraciones de la oferta</i>	<i>43</i>
<i>Tabla 13: Empresas chilenas abiertas en bolsa que compiten con EISA</i>	<i>50</i>
<i>Tabla 14: Participación de mercado inmobiliario de EISA</i>	<i>51</i>
<i>Tabla 15: Indicadores de actividad</i>	<i>60</i>
<i>Tabla 16: Ranking Doing Business 2013.....</i>	<i>64</i>
<i>Tabla 17: Respuestas de ejecutivos a Encuesta realizada.....</i>	<i>68</i>
<i>Tabla 18: Valoración EISA.....</i>	<i>75</i>
<i>Tabla 19: Valoración CECSA.....</i>	<i>76</i>
<i>Tabla 20: Valoración CECSA + Control.....</i>	<i>77</i>
<i>Tabla 21: Valoración EISA + CECSA Pre Sinergias</i>	<i>78</i>
<i>Tabla 22: Valoración EISA + CECSA Post Sinergias</i>	<i>79</i>
<i>Tabla 23: Cuantificación de sinergias identificadas</i>	<i>83</i>
<i>Tabla 24: Primas pagados en otras adquisiciones, industria de la construcción</i>	<i>85</i>
<i>Tabla 25: Carta Gantt plan de integración EISA-CECSA.....</i>	<i>86</i>

ÍNDICE DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 1: Ingresos Echeverría Izquierdo S.A.</i>	8
<i>Gráfico 2: Utilidades Echeverría Izquierdo S.A.</i>	9
<i>Gráfico 3: Desempeño acción Echeverría Izquierdo S.A.</i>	10
<i>Gráfico 4: PIB, PIB Construcción e Imacon</i>	11
<i>Gráfico 5: Valor de la compra v/s oferta realizada</i>	43
<i>Gráfico 6: Participación de mercado de EISA en Ingeniería y Construcción</i>	51
<i>Gráfico 7: PIB por actividad económica</i>	53
<i>Gráfico 8: Gasto total en Construcción en millones de US\$</i>	54
<i>Gráfico 9: Variación interanual PIB nacional y PIB construcción Brasil</i>	56
<i>Gráfico 10: Variación interanual PIB nacional y PIB construcción Colombia</i>	56
<i>Gráfico 11: Variación interanual PIB nacional y PIB construcción Perú</i>	57
<i>Gráfico 12: Evolución del Patrimonio (CLP Miles de millones)</i>	61
<i>Gráfico 13: Evolución del Backlog del grupo</i>	62
<i>Gráfico 14: Distribución de los ingresos. (% sobre los Ingresos del año 2012)</i>	63
<i>Gráfico 15: Evolución de los costos de la construcción en Chile</i>	63
<i>Gráfico 16: Fuentes de Ingresos CECSA</i>	73
<i>Gráfico 17: Backlog de proyectos (en millones de COP) CECSA</i>	74
<i>Gráfico 18: Estructura de propiedad y control Construcciones El Cóndor S.A.</i>	84

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

<i>Ilustración 1: Análisis Estratégico Echeverría Izquierdo S.A. mediante Matriz Ansoff</i>	17
<i>Ilustración 2: Análisis FODA de Echeverría Izquierdo S.A.</i>	19
<i>Ilustración 3: Equipo de integración entre EISA y CECSA</i>	44
<i>Ilustración 4: Estructura de Administración Echeverría Izquierdo S.A.</i>	52
<i>Ilustración 5: Estructura y unidades de negocio</i>	58
<i>Ilustración 6: Cuadro de especialidades y presencia internacional</i>	59
<i>Ilustración 7: Mapa de riesgo político</i>	65
<i>Ilustración 8: Índice de percepción de corrupción</i>	66
<i>Ilustración 9: Líneas de Negocio CECSA</i>	71
<i>Ilustración 10: Presencia Nacional CECSA</i>	72

1 INTRODUCCIÓN

La industria de la construcción en Chile ha mantenido un gran dinamismo en los últimos años creciendo a tasas sobre el PIB nacional. Muchas son las empresas que han surgido a partir del positivo escenario que ha mostrado la economía chilena. Sin embargo, el lento crecimiento de Estados Unidos, la entrada en recesión de la Zona Euro y la desaceleración de las Economías Emergentes como China, han sembrado un manto de incertidumbre en el ambiente.

Echeverría Izquierdo S.A. es una empresa del rubro de la Ingeniería y Construcción que ha sabido crecer y fortalecer sus ventajas gracias a un equipo preparado y visionario. La empresa ha aumentado su participación en el mercado chileno abriéndose a nuevos campos de la industria y potenciando aquellas áreas donde presenta ventajas competitivas. En los últimos años además, ha dado sus primeros pasos en el ámbito internacional, con participación a través de sus filiales en Argentina, Brasil, Colombia y Perú.

En el año 2012, Echeverría Izquierdo S.A. se abre a la bolsa con la intención de consolidarse en el ámbito nacional e incrementar su presencia internacional. El ambiente de incertidumbre reinante, junto con los crecientes costos de la construcción en Chile, obligan a plantearse nuevas opciones de crecimiento. Una alternativa que permite aprovechar de forma rápida las ventajas de la empresa es la expansión inorgánica. Para ello, se analizarán los mercados más atractivos para estudiar una potencial adquisición en el exterior.

Existen varias opciones al momento de analizar el mercado con el fin de concretar una adquisición internacional. Luego de una etapa de selección y con el fin de contar con la información relevante para este tipo de análisis, se seleccionará una empresa que cumpla con el perfil necesario para aportar a la compañía. Para ello se analizarán las potenciales sinergias que se producirían al integrar la empresa seleccionada con Echeverría Izquierdo S.A. Luego, se cuantificarán dichas sinergias con el fin de valorizar las ganancias potenciales gracias a la compra.

Finalmente, se realizarán sugerencias enfocadas a la integración de ambas empresas, de forma de garantizar, en la medida de lo posible, que se produzcan los beneficios estudiados.

2 OBJETIVOS

2.1 Objetivo General

El objetivo general de esta tesis es estudiar una alternativa de crecimiento internacional para la empresa Echeverría Izquierdo S.A. En particular, se abordará el crecimiento inorgánico, analizando los resultados que esto tendría a nivel estratégico y financiero. Con esto, se busca ampliar la cobertura y

despliegue de la organización, abarcando nuevos mercados que se encuentran en un fuerte proceso de crecimiento.

Además, se provee a la empresa de un estudio útil a la hora de analizar la actividad de M&A (Mergers & Acquisitions), que en los últimos años ha tomado fuerza en Chile y en la industria de la construcción. De esta forma, se propone una metodología para abordar los primeros pasos en un proceso de adquisición.

2.2 Objetivos Específicos

Los Objetivos Específicos del estudio comprenden el siguiente análisis en cada una de las áreas de estudio:

- **Estudio de mercado**
Situación actual de Echeverría Izquierdo S.A. en el mercado local e internacional. Investigación de la situación macro a nivel general en el mundo, enfocándose en las regiones más atractivas para el crecimiento.
- **Estrategia**
Análisis de la industria y la organización mediante utilización de marcos teóricos.
- **Valorización**
Creación de un modelo financiero que permita integrar los conceptos y análisis realizados en el punto anterior, a través de la cuantificación de los costos y beneficios. Se utilizará un modelo en base a flujos de caja descontados, aplicando conceptos como el WACC, CAPM y β de la empresa.
- **Plan de implementación e integración**
Estructuración de un plan para la integración, tomando en cuenta la importancia del factor humano (RRHH) y tecnológico en este tipo de negocios.

3 ALCANCES

Esta tesis se centrará en presentar una metodología y análisis desde el punto de vista estratégico y financiero en lo que respecta a una alternativa de crecimiento inorgánico para la empresa Echeverría Izquierdo S.A. La búsqueda de la empresa objetivo se hará exclusivamente fuera de Chile.

El estudio contempla la presentación y el análisis de las características propias del mercado actual y de Echeverría Izquierdo S.A., así como la metodología de selección del país elegido para realizar la adquisición. De esta manera, se planea perfilar a la empresa objetivo.

La elección final de la empresa que se utilizará en el análisis de compra obedece principalmente a dos factores: la factibilidad de compra por parte de Echeverría Izquierdo S.A. y la disponibilidad de información para realizar el estudio.

Por último, se realizarán sugerencias que apuntan a entregar herramientas metodológicas para un correcto plan de integración.

4 METODOLOGIA

Con el fin de entender el mercado actual de la construcción, así como el posicionamiento de Echeverría Izquierdo S.A. en esta industria y sus perspectivas de crecimiento a futuro, se entregarán datos de la empresa, sus especialidades y el desempeño reciente. A su vez, se dará una mirada global a la industria desde una perspectiva macroeconómica.

Luego, una vez entendido el escenario en que se enmarca este estudio, se analizarán desde el punto de vista estratégico la empresa y el sector. Esto, con el fin de acotar los perfiles y mercados para una eventual expansión. Posteriormente, se debe analizar la factibilidad financiera y los impactos de una eventual compra en la agregación de valor a los accionistas de la empresa.

La metodología empleada se centrará en aplicar marcos teóricos que permitan identificar las fortalezas, debilidades y tendencias de los principales "stakeholders" de la empresa e industria, que a su vez permitan determinar y cuantificar los "drivers" del sector.

Una vez entendido el ámbito cualitativo del estudio, se pasará a cuantificar el análisis realizado. Para ello, se empleará un modelo en base a flujos de caja descontados. A través de éste, se valorizará la empresa pre y post adquisición, tomando como empresa objetivo una empresa afín, que se adecúe a los planes estratégicos y financieros de Echeverría Izquierdo S.A. Los pasos a seguir en esta evaluación serán los siguientes:

1. Valorización de cada empresa por separado previo al anuncio de compra.
2. Valorización de la empresa objetivo bajo el control de EISA.
3. Valorización de la entidad conjunta, sin contemplar sinergias.
4. Valorización de la entidad conjunta tomando en cuenta el valor por control y sinergias.

Finalmente se procederá a realizar recomendaciones para el período de integración, post adquisición.

5 ECHEVERRÍA IZQUIERDO S.A.

5.1 Breve reseña histórica de la empresa

Echeverría Izquierdo S.A. o EISA, es una empresa constructora chilena fundada en el año 1978. Durante los 80' se especializa en proyectos de edificación en altura.

Durante los 90' continua su expansión y especialización en construcciones de mayor tamaño como edificios de oficinas y centros comerciales. En 1996 se crea Echeverría Izquierdo, Inmobiliaria e Inversiones, para administrar los proyectos inmobiliarios. En 1998 nace Echeverría Izquierdo, Montajes Industriales, adquiriendo relevancia en los sectores energético, minero, petroquímico y de celulosa.

En los últimos años la empresa ha mostrado un fuerte crecimiento, haciéndose presente en diferentes mercados dentro de Sudamérica, como Perú, Colombia, Argentina y Brasil.

En el año 2007 se crea Echeverría Izquierdo S.A., constituyéndose como la matriz del holding.

En los años recientes la empresa ingresa al área de concesiones, desarrollando varios proyectos de estacionamientos subterráneos.

Luego de 34 años de destacada trayectoria, durante el año 2012 el grupo de empresas Echeverría Izquierdo debutó en la bolsa de comercio de Santiago, consolidándose como uno de los actores relevantes de la industria nacional (Ver Anexo A) y con presencia en los principales mercados de Sudamérica.

5.2 Especialidades

En sus 35 años de existencia EISA se ha caracterizado por la innovación e incorporación de nuevas tecnologías constructivas, que han mantenido a la empresa como una de las más competitivas dentro de un mercado fragmentado (Ver Anexo B: Participación de mercado). Esto ha influido en el desarrollo de **nuevas áreas de negocio** e ingreso a **nuevos mercados**.

Las principales especialidades y mercados que ha abarcado la empresa desde su nacimiento son los siguientes:

- **Echeverría Izquierdo Ingeniería y Construcción**

Esta empresa constituye el origen del grupo de empresas actual de la firma. Nace en 1978 y está dedicada a la realización de proyectos de edificación, principalmente casas y edificios de oficina. La constante incorporación de técnicas constructivas y la especialización desarrollada,

permiten a la empresa posicionarse como líder en este nicho, diferenciándose de la competencia a través del valor agregado que entregaban dichas tecnologías.

Los altos estándares alcanzados y el “know how” adquirido en el transcurso de los años, le permitieron a Echeverría Izquierdo Ingeniería y Construcción desarrollar proyectos de mayor complejidad, como estacionamientos subterráneos, centros comerciales, hoteles, universidades y hospitales, entre otros.

En los últimos años el desarrollo se ha caracterizado por la realización de importantes proyectos en el ámbito nacional y por la presencia en el mercado peruano, al iniciarse las primeras obras en Lima, Perú.

- ***Echeverría Izquierdo Inmobiliaria e Inversiones***

Esta filial nace en el año 1996, con el propósito de canalizar el conocimiento de la actividad inmobiliaria del grupo y abarcar un área de gran potencial en el mercado.

La política de crecimiento responsable ha consolidado a esta filial, haciéndola un negocio rentable que mantiene un nivel sano de endeudamiento.

Echeverría Izquierdo Inmobiliaria e Inversiones se destaca por su presencia en el desarrollo de proyectos de casas y departamentos, además de edificios de oficinas y centros comerciales. Estos proyectos se sitúan mayoritariamente en las regiones Metropolitana, de Valparaíso y del Biobío.

Hoy en día se cuenta con un equipo de profesionales y una plataforma de gestión que permite incursionar en nuevos mercados tanto en Chile como en el exterior.

- ***Echeverría Izquierdo Montajes Industriales***

Esta empresa nace el año 1998 y rápidamente adquiere relevancia en los sectores de energía, minería, celulosa, petroquímica, entre otras. Su crecimiento ha sido tan importante que hoy es un pilar fundamental del grupo Echeverría Izquierdo.

Gracias a su posicionamiento y experiencia en el mercado local ha sido capaz de iniciar un proceso de internacionalización hacia Sudamérica, explorando nuevos negocios en Brasil y Perú.

Con la finalidad de entregar una solución integral a sus clientes Echeverría Izquierdo Montajes Industriales, adquiere un importante porcentaje de participación de la empresa de ingeniería Parés y Álvarez. De esta forma,

se comienzan a desarrollar proyectos EPC (Engineering, Procurement and Construction por sus siglas en inglés). Asimismo, y como forma de explotar aún más este nicho, en el año 2012 se crea Echeverría Izquierdo Soluciones Industriales, empresa que, en conjunto con Echeverría Izquierdo Montajes Industriales y Parés y Álvarez, es capaz de entregar un producto a la medida del cliente.

- **Pilotes Terratest S.A.**

Esta filial del grupo está orientada al rubro de las fundaciones especiales. Fue creada el año 1989 bajo el nombre de Pilotes S.A. En 1998, luego de la unión con el grupo Terratest de España, pasó a llamarse Pilotes Terratest S.A.

Pilotes Terratest S.A. se ha transformado en una de las pocas empresas en el mundo que ofrece un trabajo integral en el campo de la geotecnia, abarcando toda la gama de sistemas de excavación, perforación y tratamiento de terreno que existen en la actualidad.

Pilotes Terratest S.A. cuenta con la representación exclusiva para Chile y Perú de la prestigiosa empresa alemana Ischenbeck, líder mundial en tecnología de micropilotes y anclajes autoperforantes.

El modelo de negocio está orientado a cubrir toda la gama de los trabajos relacionados con las fundaciones especiales y remediación de suelos, ofreciendo además del servicio de construcción, la concepción y desarrollo de la ingeniería del proyecto, a través de soluciones innovadoras, agregando valor a la compañía y sus clientes.

- **VSL Sistemas Especiales de Construcción**

En 1988 se forma esta empresa entre Echeverría Izquierdo y VSL Internacional, que está enfocada en el uso de técnicas constructivas en postensados. Tanto en el ámbito nacional como internacional se destaca por ir a la vanguardia en innovación, lo que le ha permitido ser artífice de proyectos emblemáticos en Chile y el extranjero.

Gracias a la constante búsqueda de nuevos mercados y desafíos, VSL cuenta hoy con VSL Perú que ya muestra positivos resultados. Además, en el ámbito nacional se creó un área de proyectos especiales orientada a satisfacer requerimientos del área energética, minera, industrial y obras civiles en general.

A través de las empresas del grupo, Echeverría Izquierdo S.A. ha participado además en importantes **obras civiles** a lo largo del país, destacando proyectos mineros, industriales y de infraestructura pública. Cuenta, por otra parte, con una reconocida experiencia y capacidad en el rubro de las **concesiones**, habiendo desarrollado importantes proyectos tanto en el área privada como pública.

5.3 Estructura Corporativa

La estructura de Echeverría Izquierdo S.A. está compuesta por un equipo de alta capacidad y experiencia en el rubro de la construcción. A medida que la empresa ha ido creciendo y diversificando su portafolio, se han incorporado profesionales con gran conocimiento del negocio y la industria, que en conjunto con la gerencia general y el directorio conforman un equipo que destaca por su visión responsable e innovadora.

El Directorio lo conforman siete profesionales con vasta experiencia en el negocio, donde destacan como socios fundadores Fernando Echeverría Vial, actual Presidente del Directorio y Álvaro Izquierdo Wachholtz, Director y Gerente General de Echeverría Izquierdo, Ingeniería y Construcción S.A.

La estructura organizacional de la empresa la completa un equipo de profesionales conformado por chilenos y extranjeros, que aportan con una mirada global al negocio.

El sello de esta organización, impulsado por la misión, valores y visión de la empresa, ha sido siempre entregar un servicio de excelencia en el ámbito de la ingeniería y construcción a través de soluciones innovadoras, lideradas por un grupo de expertos en cada una de las especialidades presentes en la compañía.

En el Anexo C se puede revisar el cuadro con la estructura de administración de Echeverría Izquierdo S.A.

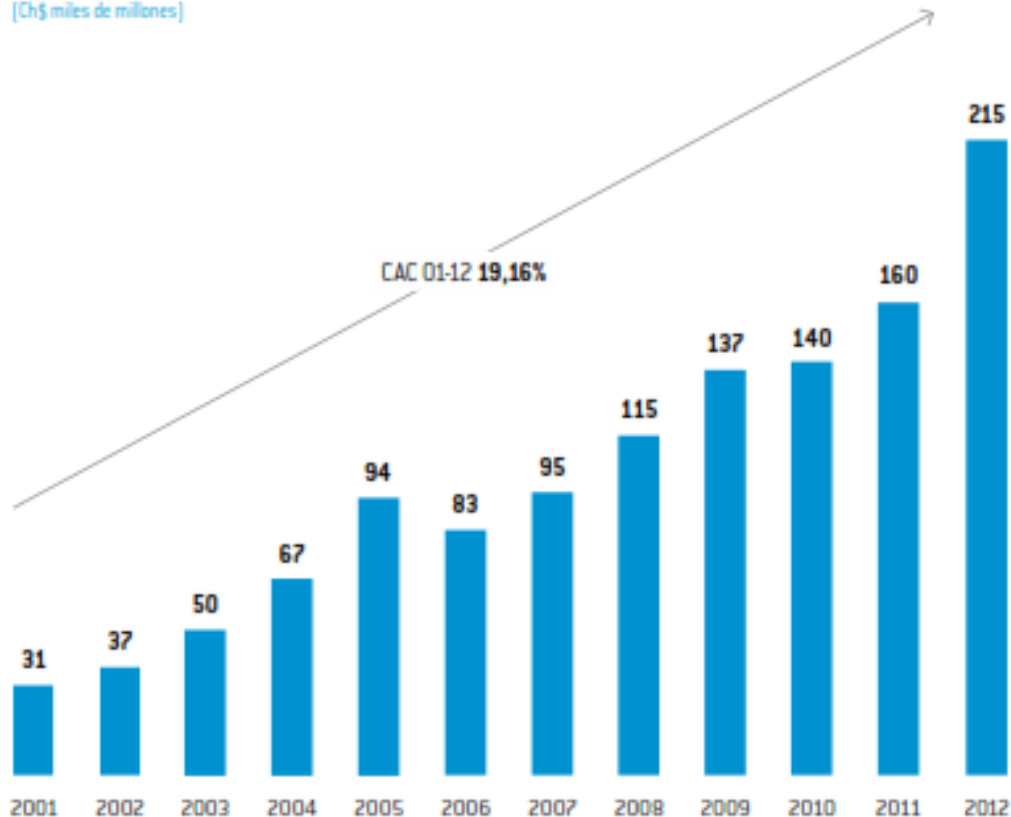
5.4 Desempeño reciente

5.4.1 Ingresos

El año 2012 Echeverría Izquierdo S.A. registró ventas por \$214.638 millones, un 34,1% más que el año 2011. Este fuerte crecimiento ha sido la tónica durante los últimos años, donde la empresa registra un crecimiento promedio para el periodo 2001-2012 de 19,16%. (Ver el Gráfico N°1).

INGRESOS

[Ch\$ miles de millones]



Entre los años 2001 y 2008 se consideran los resultados individuales de cada filial bajo norma PCGA. Entre los años 2009 y 2012 se consideran los ingresos consolidados de Echeverría Izquierdo bajo norma IFRS.

Fuente: Echeverría Izquierdo

Gráfico 1: Ingresos Echeverría Izquierdo S.A.

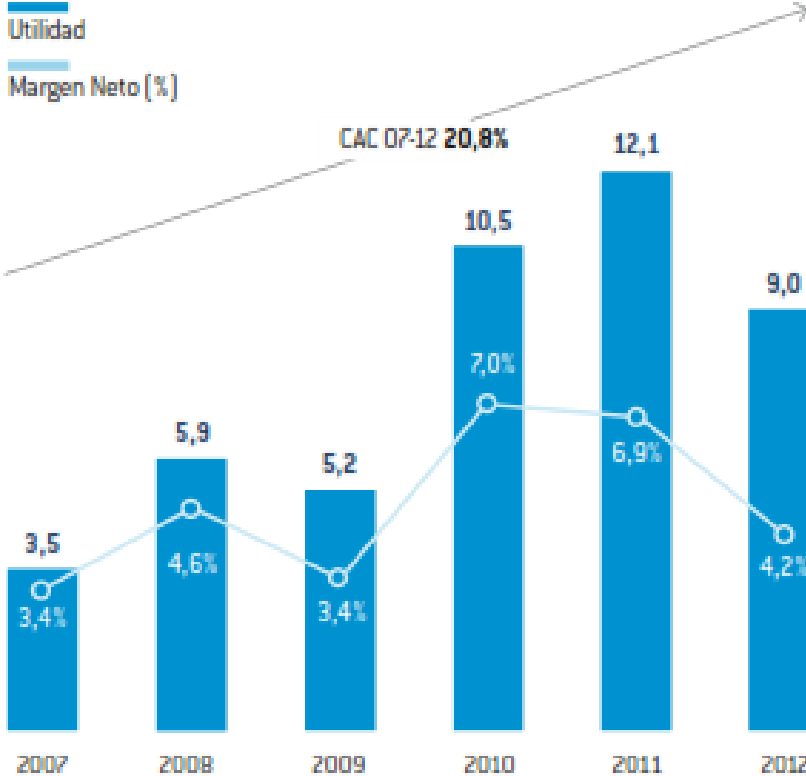
5.4.2 Utilidades

Las utilidades de la empresa ascendieron a \$9.027 millones al cierre de 2012, estableciendo un crecimiento de 10,2% respecto al año previo.

El crecimiento promedio de las utilidades del grupo Echeverría Izquierdo en los últimos seis años ha sido de un 20,8%. En el Gráfico N°2 se pueden apreciar las cifras de utilidad y los porcentajes de margen neto, entre los años 2007 y 2012. Es importante aclarar que el resultado del año 2012 incluye \$3.886 millones generados por la adquisición del 100% de la filial Echeverría Izquierdo Montajes Industriales.

UTILIDAD

[Ch\$ miles de millones]



Los años 2007 y 2008 consideran resultados consolidados bajo norma PCGA. Entre los años 2009 y 2012 se consideran los ingresos consolidados de Echeverría Izquierdo bajo norma IFRS.

Fuente: Echeverría Izquierdo

Gráfico 2: Utilidades Echeverría Izquierdo S.A.

5.4.3 Desempeño bursátil

Desde su apertura en bolsa, en Agosto de 2012, el precio de la acción de Echeverría Izquierdo ha tenido un desempeño positivo. Al 31 de diciembre de 2012 la acción registró un alza de un 23,2%. Al 15 de Noviembre de 2013 el valor de la acción se encontraba en \$307, un 9,6% por sobre su precio de apertura.

En el Gráfico N°3 se pueden apreciar los movimientos que ha tenido la acción en los últimos 15 meses.



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3: Desempeño acción Echeverría Izquierdo S.A.

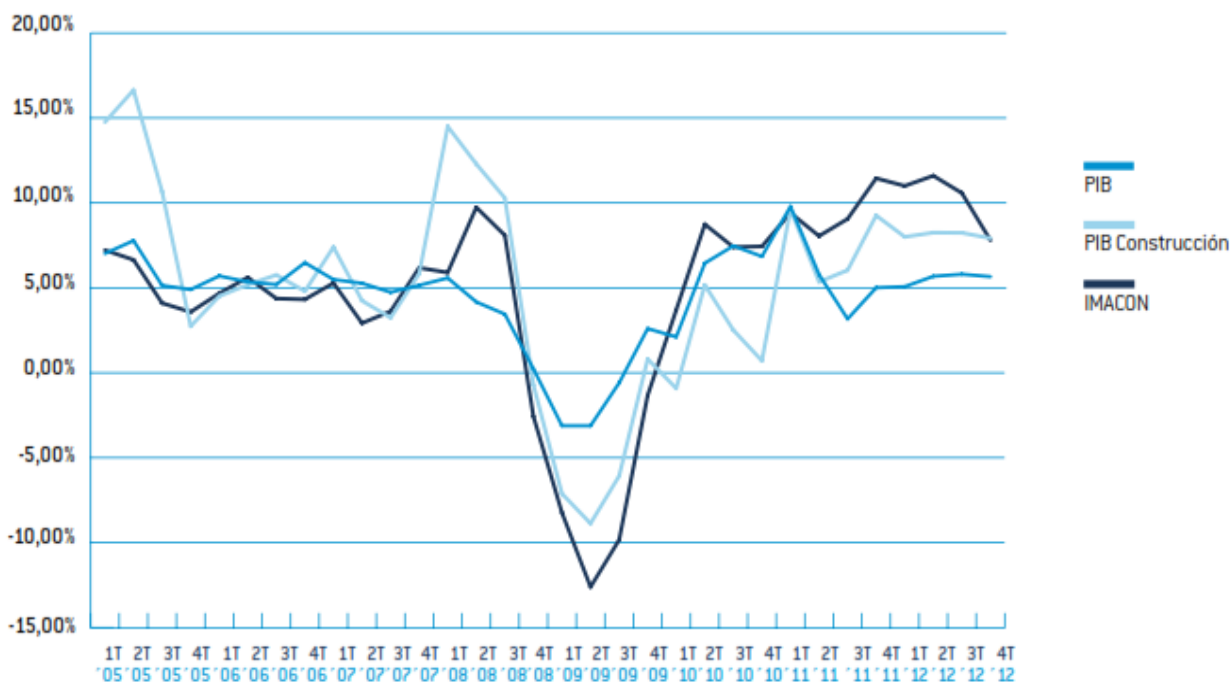
6 INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN

6.1 La Industria de la Construcción en Chile

La industria de la Construcción en Chile ha mantenido un gran dinamismo durante los últimos años. Como se puede apreciar en el Gráfico N°4, el año 2012 terminó con una tasa de expansión de un 8,1%, un 2,5% superior al Producto Interno Bruto (PIB), que registró una tasa de 5,6% durante el mismo periodo. El Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON), por su parte, aumentó un 7,8% en diciembre de 2012, respecto de igual mes del año 2011, acumulando un alza de 10,5% en 2012 respecto de 2011.

A pesar de las cifras positivas, durante diciembre de 2012 la industria experimentó, por cuarto mes consecutivo, menores tasas de crecimiento anual. Esto se refleja en la menor superficie aprobada para la edificación y en la moderación en la contratación de mano de obra e insumos para la construcción.

PIB REAL DE CHILE, PIB CONSTRUCCIÓN E IMACON (*)



(*) Imacon : índice mensual de actividad de la construcción en Chile.
Variación con respecto al mismo periodo del año anterior

Fuente: Echeverría Izquierdo

Gráfico 4: PIB, PIB Construcción e Imacon

La industria de la construcción ha sido una de las más relevantes para la economía chilena durante los últimos años. El año 2012 el porcentaje aportado por esta industria al total del PIB del país, llegó a un 7,7%, dejándola por sobre otras actividades de importancia como los servicios de vivienda (5,1%) y servicios financieros (6,6%). En el Anexo D, se puede apreciar el PIB por actividad económica.

El mercado de la Ingeniería y Construcción se comporta de manera pro cíclica, por lo que es altamente sensible a variaciones en la actividad económica. El crecimiento del PIB, el nivel de las tasas de interés, la desocupación e inflación, son factores claves en esta industria e inciden de manera sustantiva en la cantidad de proyectos a ejecutar, las inversiones involucradas y los márgenes respectivos.

La industria puede ser mejor entendida dividiéndola en dos grandes subsectores: infraestructura y vivienda. Para el año 2012 el monto total invertido fue de UF640,5 millones, equivalente a US\$29.737 millones. Es importante remarcar que en términos de inversión total el mercado de infraestructura llega a un 69% del total del gasto de la industria, en tanto que el mercado de vivienda representa el 31% remanente. En el Anexo E, se observa la evolución del gasto

para los últimos 4 años, segmentado por infraestructura y vivienda. Se incluye además una proyección para el año 2013.

Según estimaciones de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC en su Informe MACH N°37), el sector infraestructura tenderá a crecer a una tasa del 8,84% durante el 2013, mientras que el sector vivienda un 3,92% para el mismo periodo. El aumento real anual de la industria sería de 8,88%, llegando a UF687,1 millones equivalentes a US\$33.241 millones durante el año 2013.

6.2 El panorama internacional

Las perspectivas de crecimiento mundial para el año 2013 indican un comportamiento similar al observado el año recién pasado. Dentro de las economías más relevantes destacan las siguientes medidas tomadas:

- **Zona Euro**

Durante el 2012 se tomaron algunas decisiones que evidenciaron resultados positivos (Ver Anexo F) A pesar de ello, la incertidumbre que perdura en esos mercados aún no ha sido del todo despejada, siendo esto corroborado por la entrada en recesión de la Zona Euro durante el tercer trimestre. Es así como el PIB, compuesto por los 17 países que conforman esta unión monetaria registró una contracción de 0,1% respecto al trimestre previo, lo que junto a la variación de -0,2% del segundo cuarto del año corrobora la entrada en recesión por segunda vez desde 2009.

Según proyecciones del Banco Central Europeo (BCE), la recuperación de este sector comenzaría la segunda mitad de 2013, situando el crecimiento del PIB durante este año a cifras levemente positivas (0,2%) y esperando un mayor avance, en torno al 1%, a partir de 2014.

- **Estados Unidos**

El lento crecimiento de la economía y las elevadas tasas de desempleo, llevaron a la Fed (Federal Reserve) a realizar anuncios (Ver Anexo F), que a pesar de significar avances en la dirección correcta, se han manifestado de forma lenta y muy gradual.

Los indicadores del sector vivienda, por ejemplo han retomado una tendencia positiva, pero que es aún insuficiente para incidir de manera significativa en el producto agregado. El desempleo, por su parte, mantiene una tendencia a la disminución, aunque ésta sólo ha sido marginal.

Con todo, las expectativas de crecimiento económico se sitúan en torno al 2% en 2013, con perspectivas de aceleración hacia el 2014.

- ***Economías Emergentes***

Durante el 2012 se apreció una desaceleración de éstas economías, incrementando el temor de que su desacople respecto de las naciones más avanzadas se hubiera acabado. Los mayores efectos de esto, provienen sin lugar a dudas desde China, que inició su desaceleración el 2010, llegando a los niveles más bajos desde ese entonces, en el tercer cuarto de 2012. A pesar de que esta baja se ha prolongado más de lo esperado, ya se comienzan a ver indicios de recuperación, presumiendo que la desaceleración haya tocado fondo (Ver Anexo F).

Suponiendo que continúe la flexibilización de la política monetaria y que las condiciones externas mejoren, las expectativas de crecimiento económico para el gigante asiático se sitúan en torno al 8% para el año 2013 y siguientes.

6.3 Las perspectivas en Latinoamérica

La región, en general, evidencia un manejo responsable de las políticas macroeconómicas. Desde el punto vista financiero Latinoamérica ha fortalecido sustancialmente su posición. Algunos índices que reflejan lo anterior son:

- Las reservas internacionales representan en promedio el 16% del PIB.
- La mayoría de los países registra bajos niveles de deuda externa. El promedio regional está dentro del 15% de la deuda total.
- Las expectativas de inflación para el año 2013 son de un 4,4% en promedio.

Por otra parte, la desaceleración económica de las economías avanzadas y emergentes asiáticas impactó de forma diferente a los países de la región. América del Sur particularmente, se vio más afectada, debido a la disminución que sufrió en la demanda de recursos naturales, su mayor fuente de exportaciones. Según estimaciones de la CEPAL, el crecimiento de América del Sur en 2012 habría sido de 2,7%, frente a un 3,1% de la región en su conjunto. De esta forma, las mayores economías, como Argentina y Brasil registraron modestos avances, mientras que Chile y Perú fueron los países de mayor dinamismo. La Tabla N°1, muestra en detalle cómo han fluctuado estos porcentajes.

TASA DE VARIACIÓN (%) DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (c)			
América Latina y El Caribe			
Muestra de países 2011-2013			
País	2011	2012(a)	2013(b)
Argentina	8,9	2,2	3,9
Brasil	2,7	1,2	4,0
Chile	6,0	5,5	4,8
Colombia	5,9	4,5	4,5
Ecuador	7,8	4,8	3,5
México	3,9	3,8	3,5
Panamá	10,6	10,5	7,5
Perú	6,9	6,2	6,0
América del Sur	4,5	2,7	4,0
América Latina	4,4	3,0	3,7
América Latina y el Caribe	4,3	3,1	3,8

Notas: a) Estimaciones; b) Proyecciones; c) Corresponde a tasas reales de variación
Fuente: CEPAL

Tabla 1: Variación del PIB. Muestra de países de América Latina y el Caribe

Dado el decaimiento de la demanda externa, muchos de los países de la región basaron su crecimiento en la demanda interna, estimulada en muchos casos por políticas monetarias y fiscales expansivas.

Sin embargo, esas políticas involucran un potencial riesgo. La mayor entrada de capitales a la región durante el último año y la consecuente mayor disponibilidad de liquidez internacional, ha provocado una presión a la baja en la inflación y una apreciación del tipo de cambio de las monedas locales, incentivando las importaciones al mismo tiempo que disminuye la producción local.

A pesar de lo anterior, se espera un crecimiento en torno al 4% de América de Sur para el 2013, donde Brasil lograría recuperarse, mientras que Chile, Colombia y Perú convergerían hacia su PIB potencial.

- **Brasil**

Brasil es la mayor economía de Latinoamérica, tiene la quinta población más grande del mundo con 194 millones de habitantes y además abarca casi la mitad del territorio sudamericano, extendiéndose por sobre un 47% de éste.

La industria de la construcción es bastante relevante. Actualmente este sector da cuenta de cerca de un 4,5% del total del PIB del país, creciendo a tasas mayores al promedio de los últimos 15 años (2,8%). Para el año

2013 la Cámara de la Construcción de Brasil (CBIC) espera que el sector construcción se sitúe en torno al 3,3%, es decir una baja respecto al 2012. En el Anexo G se pueden ver en mayor detalle las variaciones del PIB nacional y PIB construcción en los últimos años.

Por otra parte, si se considera que será el anfitrión del próximo Mundial de Fútbol (2014) y de las Olimpiadas (2016), existe una gran fuente adicional de demanda para la industria. De hecho, se estima que la inversión conjunta para ambos eventos resulte en un gasto de US\$ 33.000 millones.

- **Colombia**

Colombia es el tercer país con mayor población en Latinoamérica con cerca de 47 millones de habitantes. Un buen manejo macroeconómico ha permitido al país incrementar su tasa de crecimiento. Las cifras indican que en la década de los 90' el crecimiento promedio fue de 2,7% anual. Posteriormente, durante la primera década del siglo XXI, registró un aumento significativo, llegando a 4,1% promedio para el período. Las proyecciones para la próxima década sitúan el crecimiento en 5,5% anual.

Para el año 2012 y 2013, las proyecciones indican una desaceleración del PIB nacional, respecto al 5,9% de 2011. El sector construcción, representó un 6,1% del PIB colombiano durante el 2011, registrando un aumento de 5,7% respecto de 2010. En el Anexo G, se pueden apreciar las variaciones del PIB nacional y PIB construcción en años recientes.

El gobierno local ha impulsado un fuerte plan de inversión, denominado Programa de Infraestructura para la Prosperidad, que considera un inversión de US\$ 56.500 millones durante el período 2011-2021, generando una atractiva oportunidad para empresas constructoras locales y extranjeras. En cuanto al sector vivienda, se estima que Colombia posee un déficit habitacional de cerca de 1,3 millones de viviendas y otras 2,5 millones que necesitan ser reparadas o reemplazadas.

- **Perú**

Perú goza de una notable estabilidad económica, posicionándose como uno de los países más atractivos en Latinoamérica para la inversión. Registra un promedio de crecimiento anual para los últimos 10 años de 6,4%.

El sector construcción experimentó una desaceleración el año 2011, pasando de un PIB de 17,4% anual en 2010 a 3,4% anual en 2011. Sin embargo, según proyecciones del Ministerio de Vivienda y Construcción, el crecimiento del año 2012 se situó entre un 14% y un 15%, demostrando la fortaleza del sector y su recuperación respecto al año anterior. En el Anexo G, se pueden ver en mayor detalle las variaciones del PIB construcción en conjunto con el PIB nacional para los últimos años.

El gobierno peruano ha incentivado la inversión en infraestructura a través de cambios legales e institucionales. Un ejemplo de ello es el Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP), que permite agilizar los procesos de aprobación de proyectos.

Actualmente el gobierno tiene un déficit habitacional estimado de 2 millones de viviendas. En infraestructura, en tanto, el mismo ente estima que la inversión necesaria ronda los US\$37.000 millones.

Si bien es cierto que Echeverría Izquierdo S.A. también cuenta, a través de su filial VSL Sistemas Especiales de Construcción, con negocios en Argentina, el análisis se reducirá a las naciones antes mencionadas (Brasil, Perú y Colombia), siguiendo la línea propuesta en el Plan de Desarrollo de la empresa. Además, las políticas y regulaciones en Argentina no han gozado de gran regularidad en los últimos años y por lo tanto, sugieren un panorama de mayor incertidumbre en el corto plazo. Así lo muestra el Ranking Doing Business 2013 (Ver Anexo O), elaborado por el Banco Mundial, el cual sitúa a nuestros vecinos trasandinos en el lugar 126 entre 189 naciones en la categoría de facilidad para hacer negocios.

7 ANÁLISIS ESTRATÉGICO

7.1 Echeverría Izquierdo S.A.

Como parte de su plan estratégico, la empresa se enfoca en dar cabida y cumplimiento a su misión y valores. Éstos, están referidos a la entrega de soluciones integrales e innovadoras a sus clientes, siempre preocupados de agregar valor, basándose en un excelente servicio, calidad de procesos y respeto a todos los actores involucrados, satisfaciendo las necesidades de quienes confían en Echeverría Izquierdo S.A.

Según los principios recién expuestos, la visión de la empresa es consolidarse como uno de los tres principales actores de la industria local, apoyándose en la diversificación y solidez de sus diferentes áreas de negocio, expandiendo sus operaciones a los principales mercados de Latinoamérica y posicionándose como un operador internacional.

El plan de desarrollo de Echeverría Izquierdo S.A. se sustenta en una estrategia de crecimiento a través de una diversificación de negocios en el sector ingeniería y construcción y una diversificación geográfica, lo que le ha permitido dar estabilidad a los resultados al no estar sujetos de forma unilateral a un rubro en particular o a un país determinado.

7.1.1 Estrategia de crecimiento

Esta diversificación se ha dado de forma paulatina y responsable. Cada una de las unidades de negocio que se ha adquirido o formado ha sido fruto de un profundo convencimiento del valor agregado que estas inversiones entregarán a la empresa y sus accionistas en el corto, mediano y largo plazo. De especial relevancia ha sido la complementación que se ha logrado entre las diferentes filiales. Asimismo, de vital importancia ha sido la captación de socios especializados en los diferentes mercados donde la firma se ha hecho presente.

Echeverría Izquierdo S.A. se ha desarrollado de manera paulatina, evitando riesgos excesivos. La Ilustración N°1, refleja cómo se ha llevado a cabo la expansión a nivel nacional en una primera etapa (a), para luego expandirse internacionalmente en una segunda etapa (b).

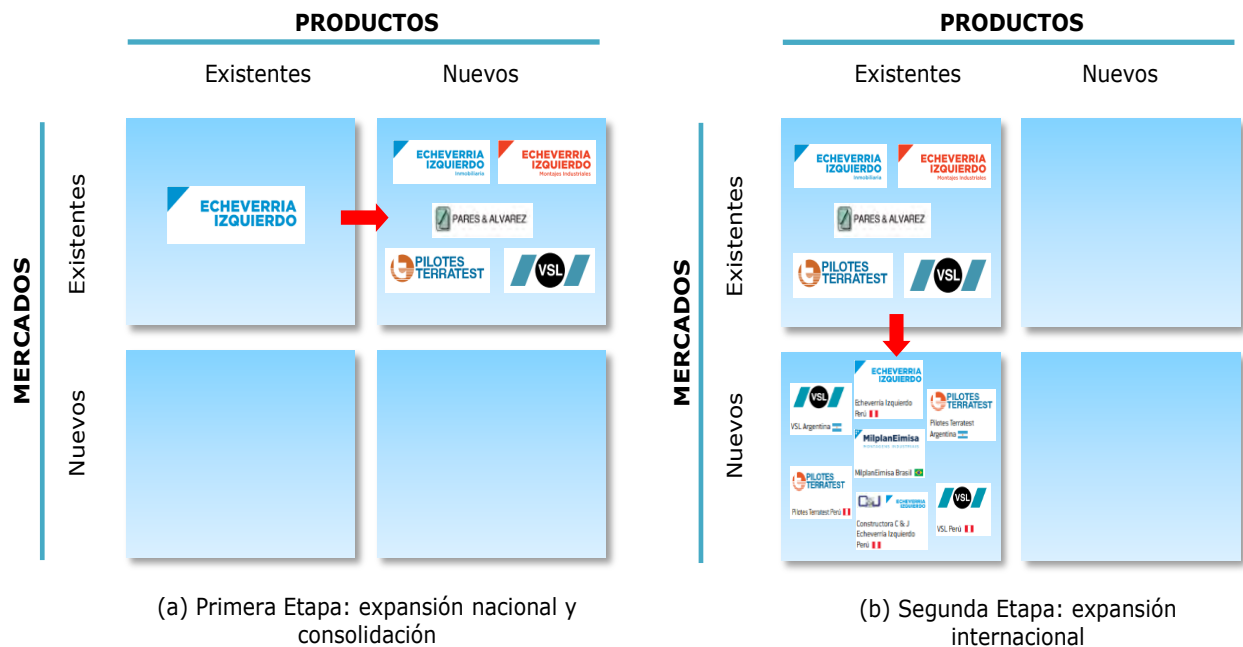


Ilustración 1: Análisis Estratégico Echeverría Izquierdo S.A. mediante Matriz Ansoff

A partir de su creación, el grupo de empresas Echeverría Izquierdo S.A. se ha caracterizado por una diversificación responsable, siempre ligada al rubro de la ingeniería y construcción. Es así como previo a expandir el portafolio de negocios, se ha logrado una consolidación en las áreas existentes lo que ha dado estabilidad a la firma.

(a) Primera Etapa: Expansión nacional y consolidación

Durante esta etapa la empresa logra hitos relevantes, donde destacan:

- Especialización y diferenciación en el ámbito de la construcción en altura y la técnica del hormigón armado.

- Incorporación de nuevas filiales, permitiendo a la empresa realizar con gran éxito obras de mayor tamaño y complejidad.
- Incorporación de nuevos ejecutivos y socios con alto conocimiento del rubro, lo que ha permitido capitalizar las ventajas competitivas de la empresa.
- Apertura a nuevos mercados nacionales, donde destaca el sector minero. Esto permite vislumbrar un crecimiento importante de la empresa gracias al potencial de inversión que presenta el sector.

(b) Segunda Etapa: Expansión internacional

Luego de establecerse como uno de los líderes en diferentes especialidades a nivel local, en el año 2001 se da inicio a la internacionalización de la empresa. Las pautas que han marcado esta etapa son:

- La apertura a la bolsa de valores de Santiago ha sido clave en la financiación de los planes de expansión internacional.
- Los primeros pasos de crecimiento hacia el extranjero se han dado en países como Brasil, Perú, Colombia y Argentina que otorgan beneficios como la cercanía, tanto geográfica como cultural.
- Responsabilidad y criterio a la hora de expandirse al exterior. Cada una de las incorporaciones en el extranjero se ha llevado a cabo de la mano de socios locales, lo que ha permitido un mejor entendimiento de la cultura y los procedimientos en los países en que la firma se ha hecho presente.
- Evitar la exploración de nuevos mercados y nuevos productos de forma simultánea. La experiencia previa a nivel local ha sido de gran importancia.
- Tener siempre presente el valor para los accionistas y la empresa a partir de los vínculos creados, procurando generar sinergias que incrementen el valor de la empresa.

7.1.2 Análisis interno y externo de la Compañía

Para tener una mejor visión de Echeverría Izquierdo S.A. respecto a la competencia y entender la estrategia de la compañía, la Ilustración N°2: FODA de EISA, entrega las características propias de la empresa y las del mercado en que se mueve.

ANÁLISIS FODA ECHEVERRÍA IZQUIERDO S.A.



Ilustración 2: Análisis FODA de Echeverría Izquierdo S.A.

Fortalezas

- **Líder en innovación y tecnología constructiva**

Echeverría Izquierdo S.A. se ha caracterizado por la introducción de tecnologías de última generación al proceso constructivo. La firma ha comprado y formado otras empresas con características únicas en el mercado. De esta forma, ha incorporado conocimiento y tecnologías que la han destacado en el mercado nacional e internacional. Algunos ejemplos de esto, que la diferencian de la competencia, son las marcas Pilotes Terratest S.A. y VSL Sistemas Especiales de Construcción.

La primera gracias a la amplia gama de sistemas de excavación, perforación y tratamiento de terreno, se ha transformado en una de las pocas empresas en el mundo que ofrece un trabajo integral en el campo de la geotecnia.

La segunda, por su parte, se enfoca en técnicas constructivas como postensados e izajes especiales. Tanto en el ámbito nacional como internacional se destaca por ir a la vanguardia en innovación, lo que le ha permitido ser artífice de proyectos emblemáticos en Chile y el extranjero.

Ambas empresas, junto al resto de las empresas Echeverría Izquierdo, se complementan de forma única, siendo capaces de entregar soluciones integrales con el respaldo del grupo.

- **Diversificación de negocios**

Desde sus inicios los socios fundadores de Echeverría Izquierdo han manifestado su interés por expandir las áreas de negocio. Es así como a partir de la construcción de viviendas la empresa cuenta hoy con un grupo de empresas y negocios (ver Anexo H) que son capaces de abordar un amplio abanico de posibilidades. De esta forma, se le da al cliente una solución completa, con la garantía de una amplia experiencia en cada una de las áreas y especialidades que un proyecto puede contemplar.

Por otra parte, es de vital importancia para la empresa contar con diferentes fuentes de ingreso. La industria de la construcción es particularmente sensible a los altibajos de la economía, por lo que la presencia en variados negocios ayuda a estabilizar las finanzas entregándole robustez a la compañía.

- **Diversificación geográfica**

A principios del 2000 Echeverría Izquierdo S.A. comienza su proceso de expansión internacional. Es así como logra instalarse en los mercados más atractivos de Sudamérica como lo son: Argentina, Brasil, Perú y Colombia (Ver Anexo I).

Este primer paso de internacionalización, ya ha sido dado por Echeverría Izquierdo S.A., lo que entrega una enorme perspectiva de crecimiento a futuro, permitiendo potenciar los actuales recursos de la empresa.

- ***Marca de prestigio***

La historia de Echeverría Izquierdo ha estado marcada por un crecimiento sostenido basado en cuatro pilares fundamentales: un equipo profesional cohesionado de primer nivel, la calidad del trabajo realizado, un estricto control de riesgos y las excelentes relaciones comerciales logradas con sus clientes. Gracias a ello su prestigio y calidad son ampliamente reconocidos en la industria, posicionándose como una de las principales empresas de Ingeniería y Construcción del país.

- ***Estabilidad financiera***

Frente al riesgo de incumplimiento de sus obligaciones Echeverría Izquierdo S.A., se protege activamente al establecer políticas de bajo endeudamiento para llevar a cabo sus operaciones. Es así como a diciembre de 2012 la razón de endeudamiento (Pasivos Corrientes + Pasivos No Corrientes / Patrimonio Total) de la empresa se encontraba en 1,06. (Ver Anexo J)

Asimismo, es destacable el notable crecimiento que ha tenido el patrimonio de la empresa, el cual se ha más que quintuplicado en los último 5 años, dando cuenta de un crecimiento enérgico y responsable. (Ver Anexo K)

- ***Importante backlog de proyectos***

La empresa cuenta con un importante backlog de proyectos que al año 2012 llegaba a 174 mil millones de pesos (Ver Anexo L). En el área Ingeniería y Construcción, que contempla el 90% del uso de fondos de acuerdo al Plan de crecimiento (el 10% restante corresponde al área Inmobiliaria), destaca la filial de Montajes Industriales con los proyectos mineros, que a fines de 2012, representaban cerca de un 40% del total del backlog del grupo.

En los últimos años Echeverría Izquierdo S.A. ha logrado adjudicarse importantes proyectos para la minería, que junto a su reconocida experiencia en el área energética y celulosa auguran importantes perspectivas en estos sectores.

Por otra parte, en el área de edificación la empresa sigue siendo líder en la construcción de edificios de oficinas y posee la ventaja de contar con dos importantes empresas como VSL y Pilotes Terratest, que complementan de forma única los proyectos de la firma.

Debilidades

- **Presencia internacional aún no se consolida en áreas fuertes**

Echeverría Izquierdo S.A. cuenta con variadas especialidades en donde ofrece servicios. De éstas, las principales fuentes de ingresos son las áreas de Ingeniería y Construcción con un 33% al año 2012 y Montajes Industriales con un 57% durante el mismo período. (Ver Anexo M).

Las áreas de mayor consolidación en el extranjero son las pertenecientes a Pilotes Terratest (Fundaciones profundas) y VSL Sistemas Especiales de Construcción (Postensados). Estas dos últimas representan el 5% y 2% de los ingresos de 2012 respectivamente.

Es importante, por ende, que a partir de dichas presencias en el exterior se logre consolidar las áreas de mayor peso de la compañía, donde el grupo tiene una experiencia y capacidad de alto nivel.

- **Diversificación excesiva**

Así como la diversificación de negocios y geográfica se presentan como fortalezas de Echeverría Izquierdo S.A., una diversificación masiva y muy rápida puede hacer perder el control sobre algunas áreas de la compañía. Esto podría generar pérdidas importantes si no se direcciona de forma adecuada con el personal calificado y pertinente.

Por otra parte, la diversificación, si bien disminuye el riesgo global de la empresa, también aumenta las posibilidades de ejecutar malos negocios y obtener resultados negativos en algunas áreas. En ese sentido, se pierde la posibilidad de avocar los esfuerzos de forma exclusiva a los negocios en los que se tiene mayor "know how" y potencial.

- **Modalidad de contratos presenta riesgos importantes**

Existen variados tipos de contratos en el rubro de la construcción. Echeverría Izquierdo S.A. trabaja fundamentalmente con contratos de suma alzada. Estos contratos traspasan gran parte del riesgo al contratista, es decir, a la empresa constructora encargada de los trabajos. A esto, se suma la complejidad técnica de algunos trabajos que muchas veces dificulta la formulación de un presupuesto preciso y competitivo que cubra todos los imprevistos constructivos. Debido a ello, es de vital importancia una gestión activa que permita a la empresa alcanzar los márgenes y resultados definidos con antelación.

En su permanente búsqueda de nuevas áreas de negocio que incrementen el valor de la firma, Echeverría Izquierdo S.A. ha desarrollado nuevos mecanismos de venta que permitan capturar mayores márgenes. Es así como se ha incorporado la modalidad de

contratos EPC (Engineering, Procurement and Construction por sus siglas en inglés), donde se ofrece una solución completa al cliente.

Oportunidades

- **Consolidación internacional**

Echeverría Izquierdo S.A., a través de sus filiales, cuenta desde hace algunos años con presencia en los principales mercados de Sudamérica. Según las condiciones de los mercados, la empresa se ha instalado en el exterior de manera independiente o en conjunto con socios locales que le permitan minimizar los riesgos y aprovechar las oportunidades de crecer a través del conocimiento de sus socios.

De forma de capturar una mayor participación de mercado en Chile y el extranjero, la empresa ha desarrollado un plan de expansión donde se contemplan el crecimiento orgánico, mediante asociaciones y a través de adquisiciones.

Es muy relevante poder consolidar dicho crecimiento para generar los retornos planificados. Tanto Perú, Colombia y Brasil parecen ser los mercados apropiados para capitalizar las inversiones realizadas hasta ahora.

- **Oportunidades de expansión**

Como ya se ha visto, la actividad de la construcción en Sudamérica presenta buenas perspectivas de crecimiento, impulsados fundamentalmente por el déficit en vivienda e infraestructura que se observan en muchos países de la región.

Echeverría Izquierdo S.A. tiene la ventaja de haber iniciado la propagación hacia el extranjero con resultados positivos. Esto da pie para que la empresa continúe ampliando su internacionalización. En esa dirección, surge la alternativa de la expansión inorgánica. Ésta, presenta riesgos importantes que se deben tener en cuenta, pero a la vez significa una oportunidad de crecimiento único, que permite una penetración de mercado y generación de retornos de forma rápida.

Para lo anterior, es de vital importancia capitalizar las oportunidades que se presentan en el exterior y de esta forma crecer, de acuerdo al plan estratégico de la empresa y de las necesidades que presenta la industria.

- **Apertura en bolsa**

El hecho de haberse abierto a la bolsa de valores de Santiago en el año 2012, plantea una importante oportunidad y desafío para Echeverría Izquierdo S.A.

A través de una gestión activa, demostrando solidez y confianza en los proyectos en que la empresa participe, será posible atraer mayor capital, el que permitirá realizar las inversiones previstas y así generar una rentabilidad atractiva para los accionistas.

Amenazas

- ***Riesgos de expansión en el extranjero***

El crecimiento internacional debe considerar los diferentes entornos, regulaciones y condiciones de cada mercado. A su vez, los rendimientos, precios, costumbres y otros son, en muchos casos, muy diferentes a los que se experimentan en el ámbito nacional.

Dado que Echeverría Izquierdo se encuentra en una etapa de expansión internacional, ha sido de vital importancia seguir un plan de crecimiento controlado. Para ello se ha contemplado un socio local en cada uno de los negocios en el exterior, que aporte experiencia en el medio y permita llevar a cabo los proyectos de una forma más segura.

- ***Competencia a nivel local y extranjero***

La industria de la Construcción en Chile está altamente fragmentada con un gran número de empresas que participan de este mercado. En tiempos de alta demanda, tienden a aparecer aún más empresas que con menores costos generales, muchas veces son capaces de ofrecer precios más bajos. Por otra parte, frente a una baja demanda, hay empresas que pueden decidir disminuir sus ofertas, incluso bajo los costos, lo que a su vez provoca disminución en los márgenes y cartera de proyectos.

Echeverría Izquierdo S.A. ha entendido que la relación con sus clientes es fundamental para mantener una base activa de proyectos. De la misma manera, la capacidad de abordar proyectos que otras empresas no son capaces de afrontar, gracias a su diversificación y áreas de especialidad, posicionan a la firma en un lugar de privilegio en el mercado.

- ***Creciente aumento de costos de construcción***

Los costos de la construcción han experimentado crecimientos a tasas relevantes en los últimos años (Ver Anexo N). Los sueldos y salarios son lo que más ha influido en este aspecto. De hecho, ese ítem pasó de un crecimiento anual cercano al 5% a mediados de 2011 a un 19% en octubre de 2012, lo que se condice con las menores tasas de desempleo a nivel sectorial y nacional.

En este aspecto, la empresa se preocupa de establecer convenios para los principales insumos de cada oferta, además de estimar

proyecciones para el alza de cada elemento. En cuanto a la mano de obra, es de especial interés de la empresa que sus trabajadores se sientan a gusto y para ello Echeverría Izquierdo cuenta con un interesante Programa de Beneficios que incluye diversos convenios en la adquisición de nuevas herramientas que les permita desarrollarse profesionalmente. Dicho programa, no sólo incluye a los trabajadores, sino también a sus familias. Estas prácticas favorecen un buen clima laboral y mejoran la retención y fidelidad de los trabajadores.

Por otra parte, el grupo se ha puesto metas de desarrollo que permitan capturar el potencial de la empresa, manteniendo y mejorando las utilidades. Para ello la expansión internacional juega un rol fundamental y la reciente apertura a la bolsa del 25% de la propiedad de la compañía demuestra las pretensiones de los socios, de seguir creciendo.

- **Resultados dependen fuertemente de los ciclos económicos**

La industria de la construcción es una actividad pro cíclica, por lo que depende de la economía más que el promedio de la industria. Echeverría Izquierdo S.A. no está exenta de dichos ciclos, ya que su giro principal, la Ingeniería y Construcción es afectada por la dependencia que tiene con las inversiones. Asimismo, el sector inmobiliario manifiesta cambios importantes en la demanda de unidades en momentos de crisis.

Para mitigar estos riesgos, la compañía ha diseñado estrategias como la diversificación. Tanto la diversificación de productos como de mercados, permiten a la empresa sortear las crisis que afectan a la industria. De esta forma Echeverría Izquierdo S.A. se ha convertido en actor importante de sectores como la energía, celulosa, minería, edificación habitacional y de oficinas, hospitales, centros comerciales, así como proyectos de especialidad como excavaciones profundas y postensados. Además, se mantiene un importante impulso al área inmobiliaria, que apunta a nuevos mercados.

7.1.3 Lineamientos a futuro

Como ya se ha mencionado en el punto **7.1.1 Estrategia de crecimiento**, Echeverría Izquierdo S.A. ha seguido una línea de desarrollo que, hasta ahora, le ha rendido frutos. De la misma forma, en el punto **7.1.2 Análisis interno y externo de la compañía**, se observa una empresa robusta que presenta posibilidades importantes de crecimiento tanto a nivel nacional como en el extranjero.

El grupo de empresas Echeverría Izquierdo S.A. cuenta con enormes fortalezas en el rubro de la construcción. Parte importante de ellas son su

diversificación geográfica y de negocios. Asimismo, la empresa debe procurar minimizar las debilidades existentes a través de una gestión activa e innovadora. De esta forma, se podrán aprovechar las múltiples oportunidades de crecimiento que existen en los países donde la firma ya se ha instalado a través de sus filiales.

Por otra parte, las amenazas inherentes al sector, alimentadas por una industria atomizada con costos cada vez más altos, sugieren tomar acciones de forma ágil y decidida.

7.2 Industria de la Construcción

Echeverría Izquierdo S.A. en su constante búsqueda por ampliar el negocio y sus fuentes de ingreso, espera, a través del Plan de Desarrollo propuesto a los accionistas al momento de abrir en la bolsa, ampliar su cobertura en el plano internacional y capitalizar el potencial y "know how" que posee en la industria.

En este escenario y según lo propuesto en el documento "Echeverría Izquierdo S.A., Resultados Marzo 2013", en el ámbito internacional la empresa busca:

Incrementar su presencia en:

- Postensados, Edificación y Desarrollo Inmobiliario en Perú
- Fundaciones Colombia

Desarrollar:

- Montajes Industriales en Perú
- Montajes Industriales en Brasil

Estas metas a corto plazo no son restrictivas a otras alternativas de crecimiento. Sin embargo, es claro que el grupo prefiere seguir invirtiendo en los lugares donde ya se ha instalado en mayor o menor medida, ya que gracias a la constante búsqueda de socios locales, cuenta con un respaldo muy relevante en dichos lugares. Además, como el lector ha podido apreciar en los puntos **6.2 El panorama internacional** y **6.3 Las perspectivas en Latinoamérica** de este documento, la Industria de la Construcción presenta mejores índices y proyecciones para las economías que integran este segundo grupo, donde destacan Brasil, Perú y Colombia, en contraste con la visión macro que se da en el primer punto (5.2) sobre la Zona Euro, Estados Unidos y las Economías Emergentes, principalmente China.

7.2.1 Elección del país objetivo

A continuación, el estudio se enfocará en Brasil, Colombia y Perú como mercados atractivos para continuar con el proceso de expansión internacional de Echeverría Izquierdo S.A. Para ello, se establecerán criterios, los cuales definirán una nota final para cada país. Esta nota se asignará de acuerdo a índices que midan de manera representativa el nivel de cada país para el criterio respectivo.

Los criterios escogidos son los siguientes:

Entorno

- **Económico**
Dentro de este factor se tomarán en cuenta índices generales de la economía del país en cuestión. En particular se tomarán para el análisis el crecimiento en el último año del **PIB país**.
- **Político/Legal**
El aspecto político tomará en cuenta fundamentalmente el riesgo de inestabilidad política medido de acuerdo al **Mapa de riesgo político 2013**, elaborado por AON Corporation (Ver Anexo P). Asimismo se tomará en cuenta el **Ranking Doing Business 2013**, elaborado por el Banco Mundial para medir los aspectos legales y regulatorios del país, referidos a la facilidad para hacer negocios (Ver Anexo O)
- **Cultural**
En lo relativo a lo cultural se cubrirán aspectos como el **idioma** y la ética empresarial. Para esto último se utilizará el **índice de percepción de corrupción** de Transparency International (Ver Anexo Q).

Mercado

- **Demanda**
La demanda interna por servicios de ingeniería y construcción tiene directa relación con la cantidad de habitantes. Además, es importante considerar el déficit en infraestructura de cada país. Por ende, se tomará en cuenta el **número de habitantes** de cada país y el monto estimado en millones de US\$ de los requerimientos de **inversión en infraestructura** a mediano plazo, para fines de estimación de los niveles de demanda.
- **Oferta**
Medirá el nivel de competencia local e internacional que puede enfrentar la firma en cada país a través del **Ranking Las 50 Principales**, elaborado por la revista Construcción Latinoamericana. Este ranking consiste en posicionar a las 50 principales empresas del sector,

ordenándolas de acuerdo a los porcentajes de ingresos respecto del total que aporta cada una de éstas 50 empresas. De existir más de una empresa por país, se tomará la suma de los porcentajes para la comparación. A mayor porcentaje, se considera un mayor nivel de competencia.

- **Costos**

Tomará en cuenta el **índice de desempleo** (fuente CEPAL y OIT), ya que se relaciona directamente con los costos de mano de obra, uno de los recursos de mayor incidencia en la construcción. El índice de desempleo se considerará inversamente proporcional a los costos, es decir, a menor índice de desempleo, se estima que los costos serán mayores. Además, se tomará el **costo del combustible** (fuente Banco Mundial) que tiene relación con costos de insumos y transporte.

Los criterios anteriores tendrán una ponderación en la nota final de cada país. Dicha ponderación, se estableció de acuerdo a las respuestas entregadas por 5 altos ejecutivos de 5 importantes empresas de Ingeniería y Construcción en Chile, que tienen o han pensado tener operaciones en el extranjero (Ver encuesta y respuestas por ejecutivo en el Anexo R y Anexo S, respectivamente).

La Tabla N°2 muestra las ponderaciones promedio, según las respuestas obtenidas.

CRITERIO	Económico	Político/ Legal	Cultural	Demanda	Oferta	Costos
PONDERACIÓN	25,0%	29,0%	16,6%	15,2%	10,0%	4,2%

Tabla 2: Ponderación para cada criterio definido

Veamos ahora en la Tabla N°3, los índices obtenidos por criterio, según lo establecido anteriormente:

INDICES				
Criterio	Chile	Brasil	Colombia	Perú
Entorno				
Económico				
PIB país (%)	5,6%	0,9%	4,0%	6,3%
Político/Legal				
Inestabilidad política (a)	Bajo	Medio-Bajo	Medio	Medio
Facilidad de negocio (b)	34	116	43	42
Cultural				
Idioma	Español	Portugués	Español	Español
Niveles de corrupción (c)	72	43	36	38
Mercado				
Demanda				
Población	17.464.814	198.656.019	47.704.427	29.987.800
Inversión Infraestructura en MM de US\$ (d)	86.235	472.000	56.500	37.000
Oferta				
Nivel de Competencia (e)	8,04%	66,74%	0,79%	2,38%
Costos				
Desempleo (%)	6,20%	5,70%	11,60%	6,10%
Combustibles (US\$/lt)	1,56	1,39	1,28	1,63

Notas:

- a) Según 2013 Political Risk Map
- b) Según Ranking Doing Business 2012
- c) Se consideran los puntos obtenidos en el índice Corrupción 2012
- d) Necesidades de inversión estimadas a mediano plazo, de acuerdo a planes de crecimiento de cada
- e) Según Ranking Las 50 Principales

Tabla 3: Índices obtenidos, según el criterio empleado

La Tabla N°4, establece la escala de notas posibles para la elaboración de la nota final por país.

Apreciación	Muy Negativo	Negativo	Indiferente	Positivo	Muy Positivo
Nota	0	1	2	3	4

Tabla 4: Escala de notas según apreciación de cada uno de los criterios definidos

A continuación, se procedió a clasificar los resultados de la Tabla N°3, según la escala de notas de la Tabla N°4. En el Anexo T, se explica en detalle el criterio de asignación de dichas notas para cada uno de los índices encontrados.

Finalmente, la Tabla N°5, entrega la nota final, ponderada según las respuestas de la Tabla N°2 para cada criterio de medición.

NOTAS				
Criterio	Chile	Brasil	Colombia	Perú
Entorno				
Económico				
PIB país (%)	4,0	0,0	3,0	4,0
SubTotal	4,0	0,0	3,0	4,0
Político/Legal				
Inestabilidad política	4,0	3,0	2,0	2,0
Facilidad de negocio	4,0	0,0	3,0	3,0
SubTotal	4,0	1,5	2,5	2,5
Cultural				
Idioma	4,0	2,0	4,0	4,0
Niveles de corrupción	3,0	2,0	1,0	2,0
SubTotal	3,5	2,0	2,5	3,0
Mercado				
Demanda				
Población	1,0	4,0	3,0	2,0
Inversión en Infraestructura	3,0	4,0	2,0	1,0
SubTotal	2,0	4,0	2,5	1,5
Oferta				
Nivel de Competencia	0,0	0,0	4,0	3,0
SubTotal	0,0	0,0	4,0	3,0
Costos				
Desempleo (%)	1,0	1,0	3,0	1,0
Combustibles (US\$/lt)	2,0	3,0	3,0	2,0
SubTotal	1,5	2,0	3,0	1,5
Puntaje Total	3,11	1,46	2,80	2,81

Tabla 5: Notas obtenidas por país, según criterios aplicados

Según la metodología empleada, el puntaje total excluyendo a Chile, establece casi un empate entre Perú y Colombia (2,81 contra 2,80 respectivamente). Brasil por su parte, obtiene un puntaje bastante menor, principalmente por su bajo crecimiento económico, la menor facilidad para hacer negocios y el mayor nivel de competencia, comparado con Perú y Colombia.

8 EXPANSIÓN INORGÁNICA

Como se ha visto hasta ahora, el crecimiento internacional de Echeverría Izquierdo S.A. es de vital importancia en el Plan Estratégico de la empresa. Existe una necesidad de expansión dada las actuales condiciones del mercado local.

Dentro de este escenario, el crecimiento a través de M&A (Mergers and Acquisitions por sus siglas en inglés) aparece como una alternativa atractiva de analizar. El actual momento que vive la industria local e internacional presenta oportunidades importantes para la empresa, principalmente en Perú y Colombia.

Estos dos países se encuentran en un momento que hace muy atractiva la entrada a sus mercados. Por una parte están los importantes niveles de crecimiento de los últimos años, la potencial demanda interna por construcción, el menor nivel de competencia local e internacional dentro del país y los menores costos relativos por mano de obra comparados con los que se observan en Chile; y por otra parte, el rápido cambio que han experimentado, junto con el efecto “catch up” que están viviendo muchas naciones subdesarrolladas, llaman a capitalizar esas oportunidades vigentes. Desde ese punto de vista, el tiempo que demore una empresa que pretende apropiarse de parte de esa demanda, es esencial. Si además se toma en cuenta el actual momento de incertidumbre que viven las economías de Latinoamérica en general, es posible pensar en primas de adquisición que justifiquen la compra.

8.1 Análisis de Adquisición

Para fines del análisis se escogerá una empresa abierta, que transe acciones en alguna bolsa de valores, dado las mayores y más completas fuentes de información de las que se dispone para estos efectos. Esto limita de manera importante el universo de elección, pero a la vez permite un análisis más transparente y veraz de las reacciones del mercado.

Con este fin, se tomará para el análisis a la empresa de Ingeniería y Construcción colombiana Construcciones El Cóndor S.A. (CECSA). Para fines de este estudio, esta empresa cuenta con características interesantes que hacen atractiva su evaluación. Hay que acotar, sin embargo, que se trata de una empresa de tamaño similar al de Echeverría Izquierdo S.A., y por tanto un objetivo poco probable para esta última en el escenario actual. Sin perjuicio de lo anterior, y con lo fines académicos anteriormente planteados, se perfila como una alternativa que cumple con los requerimientos estratégicos y prácticos para el análisis.

Construcciones El Cóndor S.A. está dentro de las mayores empresas del sector construcción en Colombia. Tiene gran presencia en proyectos aeroportuarios, viales, mineros, energéticos y posee una gran experiencia en concesiones. Además, cuenta con un backlog de proyectos muy interesante. Para mayores detalles ver Anexo U, sobre Antecedentes de Construcciones El Cóndor S.A.

8.1.1 Modelo

La valoración de las empresas se hará a partir de un modelo en base al método de los Flujos de Caja Descatados (DCF por sus siglas en inglés) con un horizonte de evaluación de 10 años para todos los casos. Los pasos a seguir para la valoración de Echeverría Izquierdo S.A. después de la adquisición serán los siguientes:

- 1. Valorización de cada empresa por separado previo al anuncio de compra**
Esta etapa comprende la valorización de cada empresa por separado, apoyándose en el uso de datos históricos, según las tendencias estudiadas. La finalidad de esto es establecer la base para el modelo de proyecciones de la empresa luego de la adquisición. (Ver Anexo V y Anexo W)
- 2. Valorización de la empresa objetivo bajo el control de EISA**
Bajo los mismos supuestos que se usaron en la etapa anterior, la empresa a comprar (empresa objetivo) es valorizada tomando en cuenta el valor que ésta tendría por estar bajo el control de la empresa compradora (empresa adquisidora). (Ver Anexo X).
- 3. Valorización de la entidad conjunta, sin contemplar sinergias**
En esta etapa se toman en cuenta los supuestos para la entidad conjunta (la empresa adquisidora más la empresa objetivo). La valorización sólo contempla el valor por control, estimado en la etapa anterior. (Ver Anexo Y).
- 4. Valorización de la entidad conjunta tomando en cuenta el valor por control y sinergias.**
En esta etapa se utilizan los mismos supuestos de la etapa anterior, aunque ahora se contempla el valor por control, más todas las sinergias identificadas, sean éstas positivas (agregan valor) o negativas (disminuyen valor). (Ver Anexo Z).

A continuación se detallan los inputs del modelo:

Supuestos

Los supuestos se presentarán para cada empresa (EISA, CECSA, EISA con CECSA) por separado. En cada caso, se explicará primero el criterio aplicado, para luego mostrar las proyecciones de variación en una tabla, que considera el año 2012 como base. Dichas tablas, deben entenderse en conjunto con la explicación realizada previamente.

I) Echeverría Izquierdo S.A.

- **Ingresos Operacionales**

La tasa de crecimiento anual compuesto de los ingresos de EISA, desde el año 2001 al 2012 fue de 19,16% (Ver Ilustración N°1). Se espera que para los próximos años este crecimiento sea más moderado, aun cuando se piensa que la expansión resultará en aumentos considerables de ingresos. En el modelo se considera una tasa de crecimiento de 15% para los próximos 4 años. Luego de ese período, se estima un crecimiento menor, disminuyendo progresivamente hasta establecerse en 8% para los 4 últimos años de evaluación del modelo.

- **Costos Operacionales**
 Al año 2012 los costos operacionales representaron un 88,9% de los ingresos por operación. Dado el aumento considerable que se ha dado en los insumos y especialmente en la mano de obra, se espera que este porcentaje aumente en los próximos años. A medida que la empresa logre una mayor presencia internacional y establezca mayores operaciones en áreas de mayor margen como en proyectos industriales complejos y proyectos EPC, se espera que dichos costos se estabilicen. En el modelo se consideró un aumento de 0,25% anual para los primeros 5 años, para luego quedar constante para los siguientes periodos de evaluación.
- **Depreciación**
 La tasa de depreciación se ha asumido constante en 6,2% para el horizonte de análisis, basado en los datos históricos del año 2012.
- **Política de dividendos**
 La actual política de dividendos de la empresa contempló un pago de dividendos que correspondió al 24,2% de las utilidades después de impuestos de la empresa. Se estima que este porcentaje debiera crecer por las demandas de los accionistas, a medida que la empresa se expande y diversifica su negocio. Para fines del modelo, se asumió un aumento de 2 puntos porcentuales por año, llegando a un valor de 44,2% al término del periodo de evaluación.
- **Rotación de activos de LP**
 Este ratio mide la habilidad de la empresa en generar ingresos a partir de los activos fijos que posee. El valor de este ratio para EISA en el año 2012 fue de 7,0. Ya que la empresa se encuentra en etapa de crecimiento, se estima que esta relación debiera crecer en los próximos años. Es así como se estimó un crecimiento de un 2% anual para los primeros 5 años de análisis para luego decrecer en 2% anual por los siguientes 5 años, convergiendo a un valor cercano a 7,0.
- **Ratio de liquidez**
 Con este ratio se pretende conocer el grado de liquidez de la empresa, entregando una idea de la capacidad de cumplimiento de sus obligaciones de corto plazo. Para fines del análisis, se estima que EISA mantendrá este ratio constante en 1,86 para los próximos años.
- **Impuestos**
 La tasa de impuestos a la renta aplicada corresponde a un 20%, según la ley N°20.630, promulgada el año 2012. Este se asumirá constante para el periodo de evaluación.

- **Ratio Deuda/Patrimonio**

EISA cuenta con un bajo porcentaje de Deuda, respecto al Patrimonio, cercano al 12% para el año 2012. Se espera que este porcentaje crezca en tiempos de crecimiento de la empresa. Se fija como límite un 50%.

- **Crecimiento perpetuo**

Se ha supuesto un crecimiento perpetuo de la compañía de 4,5%. Este valor asume una convergencia hacia valores de crecimiento más moderados que los actuales, tomando en cuenta una etapa de mayor madurez de la empresa.

A continuación se presenta la Tabla N°6, con los detalles de los supuestos recién descritos:

Driver	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ingresos	34,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	12,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Costos	88,9%	89,1%	89,4%	89,6%	89,9%	90,1%	90,1%	90,1%	90,1%	90,1%	90,1%
Tasa de Depreciación	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Tasa de Interés de la deuda	9,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Tasa de Impuestos	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Política de Dividendos	24,2%	26,2%	28,2%	30,2%	32,2%	34,2%	36,2%	38,2%	40,2%	42,2%	44,2%
Rotación de Activos de LP	7,01	7,15	7,29	7,44	7,58	7,74	7,58	7,43	7,28	7,14	6,99
Ratio de Liquidez	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86
Ratio Deuda/Patrimonio Actual	11,7%	18,0%	24,4%	30,5%	36,3%	38,7%	38,8%	36,7%	35,1%	33,9%	33,1%
Límite Ratio D/P	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Tasa de crecimiento a LP	Crecimiento Perpetuo g=4,5%										

Tabla 6: Supuestos Modelo Echeverría Izquierdo S.A.

II) Construcciones El Cóndor S.A.

- **Ingresos Operacionales**

La tasa de crecimiento anual compuesto de los ingresos de CECSA desde el año 2005 al 2012 fue de 13,7% (Ver Anexo U: Fuentes de Ingreso). A pesar de existir un enorme potencial de crecimiento en el área de las infraestructuras, las estimaciones indican 2 a 3 años de incertidumbre, para luego volver a tasas de crecimiento histórico, cercanas al 14%.

- **Costos Operacionales**

CECSA ha sido capaz de mantener los costos relativamente bajos con respecto al sector. Se espera que para los próximos 5 años, siga en la misma línea (en torno a 87%). Para los siguientes 5 años de proyección, se estima un incremento, que hará elevar este porcentaje para situarse en torno al 90%.

- **Depreciación**
 La tasa de depreciación de la compañía es relativamente baja con respecto al sector. Se estima para fines del modelo que esta crecerá, llegando a valores del orden del 5%.
- **Política de dividendos**
 La actual política de dividendos de la empresa contempló un pago de dividendos que correspondió al 39,4% de las utilidades después de impuestos de la empresa. Se estima un incremento gradual de un 3% por año para los próximos 10, llegando a valores cercanos al 55% al término del periodo de evaluación.
- **Rotación de activos de LP**
 La empresa posee una razón relativamente baja de Rotación de Activos de LP (0,78 para el año 2012). El importante monto invertido en concesiones, que dará frutos en el mediano y largo plazo, contribuye a elevar los Activos no corrientes sin reflejar de forma inmediata los ingresos de estas fuentes. En consecuencia esto influye a presionar hacia la baja a este ratio. Se espera que esta cifra se mantenga por los próximos 5 años para luego crecer gradualmente a niveles cercanos a 1,0.
- **Ratio de liquidez**
 Para el año 2012 CECSA presentó un valor de 3,62 para este ratio. Este valor podría indicar un exceso de liquidez, por lo que en un plazo estimado de 5 años la compañía debería reducir estos niveles, llevando este valor a niveles por debajo de 3.
- **Impuestos**
 A partir del 1 de Enero de 2013 entra en vigencia la nueva reforma tributaria, que establece un impuesto a la renta para sociedades de 25%. Este se asumirá constante para el periodo de evaluación.
- **Ratio Deuda/Patrimonio**
 CECSA cuenta con un bajo porcentaje de Deuda, respecto al Patrimonio, cercano al 9% para el año 2012. Se espera que este porcentaje crezca en tiempos de crecimiento de la empresa. Se fija como límite un 50%.
- **Crecimiento perpetuo**
 Se ha supuesto un crecimiento perpetuo de la compañía de 4,0%. Este valor asume una convergencia hacia valores de crecimiento más moderados que los actuales, tomando en cuenta una etapa de mayor madurez de la empresa.

A continuación se presenta la Tabla N°7, con los detalles de los supuestos recién descritos:

Dirver	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ingresos	9,5%	8,6%	8,6%	9,6%	11,1%	11,1%	12,6%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Costos	87,1%	87,0%	87,0%	87,0%	87,0%	87,0%	88,0%	89,0%	90,0%	90,0%	90,0%
Tasa de Depreciación	3,8%	3,9%	4,1%	4,3%	4,6%	4,8%	5,0%	5,3%	5,5%	5,8%	6,1%
Tasa de Interés de la deuda	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Tasa de Impuestos	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Política de Dividendos	39,4%	40,6%	41,8%	43,0%	44,3%	45,6%	47,0%	48,4%	49,9%	51,4%	52,9%
Rotación de Activos de LP	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,81	0,86	0,90	0,94	0,99
Ratio de Liquidez	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,44	3,26	3,10	2,95	2,80
Ratio Deuda/Patrimonio Actual	9,0%	11,7%	12,1%	13,8%	17,3%	21,0%	22,2%	25,0%	27,8%	30,4%	32,7%
Límite Ratio D/P	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Tasa de crecimiento a LP	Crecimiento Perpetuo g=4,0%										

Tabla 7: Supuestos Modelo Construcciones El Cóndor S.A.

III) EISA con adquisición de CECSA

- **Ingresos Operacionales**

La tasa de crecimiento anual compuesto para los ingresos de EISA, luego de la adquisición de CECSA, se estima en valores entre el 8% y 9%, luego de un primer año de menor crecimiento, debido a ajustes de implementación.

- **Costos Operacionales**

Debido al valor similar que tienen estas dos empresas, se estiman costos cercanos al promedio simple entre ambas para todo el período de evaluación.

- **Depreciación**

La tasa de depreciación de EISA Post-Adquisición es el resultado simple del promedio de las tasas de depreciación de cada empresa.

- **Política de dividendos**

Debido a que EISA será el controlador de la entidad conjunta, se mantiene la política de dividendos establecida en el modelo de EISA previo a la adquisición.

- **Rotación de activos de LP**

Para la valorización conjunta, se obtuvo un ratio de 2,33 al año 2012. Se estima que EISA luego de la adquisición de CECSA, será capaz de elevar la rotación de activos fijos en un 2% por año, para los 10 años del horizonte de evaluación.

- **Ratio de liquidez**
A partir del ratio obtenido para el año 2012 (2,33), se supuso este ratio constante para el periodo de evaluación.
- **Impuestos**
Se mantendrá la tasa de impuestos a la renta aplicada a EISA previo a la adquisición, correspondiente a un 20%.
- **Ratio Deuda/Patrimonio**
Se estima un ratio similar al que tenía EISA por separado para los primeros periodos de evaluación. Sin embargo, para los últimos 3 años, se estima un mayor ratio de endeudamiento (D/P), del orden del 50%, gracias al margen que otorga CECSA en este sentido. Se fija como límite un 60%.
- **Crecimiento perpetuo**
Se ha supuesto un crecimiento perpetuo de la compañía de 4,0%. Este valor un levemente menor al 4,5% esperado para EISA sin la adquisición. Se estima este decrecimiento en el valor terminal, debido a un crecimiento más temprano producto de la adquisición.

A continuación se presenta la Tabla N°8, con los detalles de los supuestos recién descritos:

Drivers	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ingresos	21,8%	7,0%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%
Costos	88,0%	88,1%	88,2%	88,3%	88,4%	88,6%	89,1%	89,6%	90,1%	90,1%	90,1%
Márgen Bruto	12,0%	11,94%	11,8%	11,7%	11,6%	11,4%	10,9%	10,4%	9,9%	9,9%	9,9%
Tasa de Depreciación	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,9%	6,0%	6,1%
Tasa de Interés de la deuda	11,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Tasa de Impuestos	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Política de Dividendos	24,2%	26,2%	28,2%	30,2%	32,2%	34,2%	36,2%	38,2%	40,2%	42,2%	44,2%
Rotación de Activos de LP	2,33	2,37	2,42	2,47	2,52	2,57	2,62	2,67	2,73	2,78	2,84
Activos Corrientes/Ingresos	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10	1,11	1,12	1,13	1,14	1,15
Ratio de Liquidez	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33
Ratio Deuda/Patrimonio Actual	10,0%	18,8%	21,9%	25,6%	28,9%	32,4%	36,1%	40,2%	44,9%	49,5%	54,1%
Límite Ratio D/P		60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Tasa de crecimiento a LP	Crecimiento Perpetuo g=4,0%										

Tabla 8: Supuestos Modelo conjunto, EISA+CECSA

Tasa de descuento

Las tasas de descuento para la valoración del modelo se han calculado en base a los siguientes supuestos:

- **Beta**

Según informes de empresas de estudios financieros, los betas desapalancados (β_u) de ambas compañías se encuentran cercanos a 1. Se tomó el valor de 1,07 sacado de un informe de empresas del sector (Helm, Comisionista de Bolsa). Basado en ese β_u , los betas apalancados (β_L) de ambas empresas por separado y de EISA luego de la adquisición, han sido calculados utilizando las tasas de impuesto y los ratios D/E respectivos, según la siguiente fórmula:

$$\beta_L = \beta_u \left(1 + \left[\left(\frac{D}{P} \right) (1 - t) \right] \right), \quad \text{con } D = \text{Deuda}; P = \text{Patrimonio}$$

- **Retorno a los inversionistas**

El retorno a los inversionistas (r_e) se ha calculado basado en el CAPM (Capital Asset Pricing Model por sus siglas en inglés). La Tabla N°9 muestra las tasas libre de riesgo y las primas de riesgo utilizadas para cada empresa. En el caso de EISA Post Adquisición, se mantienen los datos utilizados por la empresa previo a la transacción:

Tasas	EISA	CECSA	EISA+CECSA
Tasa libre de riesgo	5,0%	3,0%	5,0%
Prima de riesgo	7,5%	6,4%	7,5%

Tabla 9: Tasas utilizadas para la valoración de cada empresa

Luego, el CAPM fue calculado en base a la siguiente fórmula:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

- **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**

Las valorizaciones correspondientes de EISA, El Cóndor y la entidad conjunta, se realizan descontando los FCFF (Free Cash Flows to the Firm por sus siglas en inglés) por el WACC. Los ratios P/A y D/A varían según el año de base para el modelo de predicción. El riesgo de la deuda (r_d), se obtuvo de datos de mercado para empresas similares.

$$WACC = \frac{P}{A} r_e + \frac{D}{A} r_d (1 - T), \quad \text{con } A = P + D$$

Nota: El Patrimonio (P) y Deuda (D) correspondientes por período, necesarios para el cálculo de WACC, se encuentran en los Anexos V, W y Z en los modelos respectivos de cada empresa.

La Tabla N°10 indica el WACC de cada empresa para cada período:

Empresa	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EISA	12,5%	12,4%	12,2%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,2%	12,2%
CECSA	9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%
EISA+CECSA (con sinergias)	12,6%	12,8%	12,6%	12,7%	12,7%	12,6%	12,1%	11,8%	11,6%	11,4%

Tabla 10: WACC calculado por período

Sinergias

El modelo de valorización contempla diferentes tipos de sinergias. En primer lugar, se identificaron las sinergias por control (valor por control). Luego se estudiaron las posibles sinergias operativas y posteriormente las financieras. Además, se identificaron sinergias negativas (riesgos), las cuales disminuyen el efecto de las anteriores. La Tabla N°11, muestra las diferentes sinergias encontradas bajo un escenario neutro. En el Anexo AA se entregan mayores antecedentes al respecto.

IDENTIFICACIÓN DE SINERGIAS			
Variables	Echeverría Izquierdo S.A.	Construcciones El Cóndor S.A.	Sinergias
Valor por Control			
Reconocimiento de marca	EISA es reconocida entre sus pares como una empresa de alto nivel con presencia en varios países de Sudamérica a través de sus filiales.	El Cóndor posee un gran equipo que permitiría facilitar la entrada de EISA a proyectos mayores en Colombia.	Esto daría pie para un incremento de ingresos estimado en 0,1%. Los beneficios se estiman a mediano-largo plazo, por lo que sólo tendrán efecto a partir del año 2020.
Dividendos	Menores tasa de pago de dividendos que El Cóndor, lo que permitiría reinvertir montos mayores en crecimiento.	Bajo el control de EISA, El Cóndor podría bajar su política de pago de dividendos a niveles similares a los de EISA.	Los incrementos estimado en ingresos se verían a partir del año 2014 y podrían llegar a 0,15%.
Sinergias Operativas			
Ventas cruzadas (Cross Selling)	EISA posee una amplia experiencia y buenos resultados en el área de Montajes Industriales. Este "know how" puede ser utilizado para ganar licitaciones en el mercado Colombiano.	El Cóndor, puede dar apertura a EISA a mayores inversiones en concesiones y en particular, gracias a la experiencia de ambos, en ampliar su cobertura en la minería.	Se estiman aumentos en los ingresos de un 2% en los primeros 5 años, para luego de una consolidación lograr incrementos de un 6%.

Internacionalización	Consolidación internacional de EISA, lo que le entrega peso a la marca y abre nuevas posibilidades.	Permitiría utilizar las redes de EISA para entrar a nuevos mercados, bajo el control de esta última.	Esta sinergia es a largo plazo, por lo que se estima sólo tendría efectos de incremento en las ventas (3%) a partir del año 2019.
Backlog	Importante backlog en el sector minero, gracias a la filial de Montajes Industriales.	Backlog de 350 mil millones de pesos chilenos, equivalente al doble del backlog de EISA.	Estos beneficios se verían a partir del año 2015, incrementando los ingresos en un estimado de un 4%.
Tecnología	EISA es propietario de VSL y Pilotest Terratest. Ambas empresas entregan soluciones innovadoras empleando nuevas tecnologías.	El Cóndor, bajo el control de EISA, puede hacer uso de las tecnologías para bajar sus costos e incrementar sus rendimientos.	Se estiman reducciones de costos en las operaciones en Colombia que podrían llegar al 1%.
Economías de escala	Permitiría fortalecer las relaciones con proveedores y subcontratos y mejorar las condiciones de los contratos.	Permitiría aprovechar la mayor oferta de proveedores y los beneficios de la competencia entre ellos.	Se estiman reducciones de costos en torno al 2%.
Sinergias Financieras			
Apalancamiento	EISA ofrece una fuerte credibilidad y posición financiera con bajos niveles de deuda.	El Cóndor posee un ratio Deuda/Patrimonio menor al de EISA, lo que permitiría tomar mayores niveles de deuda sin comprometer la solvencia de la empresa.	Permitiría mejorar los ingresos en cifras cercanas al 1%.
Activos Fijos	EISA posee un ratio de Rotación de Activos de LP cercano a 7, permitiendo mejorar la capacidad de generar ingresos de El Cóndor a partir de los Activos fijos.	El Cóndor posee un bajo ratio de Rotación de Activos de LP, el cual puede ser mejorado con la estructura financiera de EISA.	Se estiman mejoras en este ratio, que podrían incrementar los ingresos en un 3%.
Liquidez	EISA posee un ratio de liquidez cercano a 2, lo que le permite cumplir sus obligaciones de corto plazo sin mayores contratiempos.	El Cóndor posee un ratio de liquidez de 3,6, lo que indica un posible sobreexceso de liquidez que puede ser aprovechado por EISA.	Se estiman mejoras en los ingresos cercanas al 1% por este ítem, a partir del año 2015.

Riesgos (Sinergias Negativas)			
Mercado	Debido a las diferencias que existen entre el mercado de la construcción en Chile y en Colombia, la expansión en este último país podría verse perjudicada y no tener los resultados esperados.	La participación de mercado que posee actualmente El Cóndor, podría verse afectada al ser adquirida por una empresa extranjera, debido al desconocimiento o nacionalismo imperante.	Se estima que el este riesgo podría tener un impacto negativo, disminuyendo en 3% los ingresos.
Management	EISA podría tener falta de personal adecuado para hacerse cargo de las operaciones en Colombia.	La actual plana mayor de El Cóndor podría migrar al ver que su empresa es comprada por una empresa extranjera.	Para el manejo de las operaciones en Colombia es fundamental retener al personal clave de El Cóndor. Se estima que la carencia de personal de experiencia en el mercado, podría significar pérdidas de un 4% en los ingresos.

Tabla 11: Sinergias identificadas para la adquisición

El valor en cifras de cada una de las sinergias identificadas se encuentra en el Anexo AB.

8.1.2 Estructura de compra

Existen varias maneras de estructurar una compra de empresa. Dos de las más comunes son el uso de efectivo y el intercambio de acciones. También es común una combinación de ambos.

Mientras un intercambio de acciones puede parecer un buen negocio para el comprador si este piensa que el precio de la acción es atractivo para la empresa objetivo, el uso de efectivo puede parecer favorable si el costo de la empresa objetivo no genera un endeudamiento excesivo.

En el caso de estudio, EISA adquiriendo a CECSA, se propone una combinación de **efectivo** (30%) e **intercambio de acciones** (70%).

El uso de un 100% de efectivo para la compra se estima inviable. El tamaño de Construcciones El Cóndor S.A. es similar al Echeverría Izquierdo S.A., y por lo tanto una compra vía efectivo, significaría llegar a niveles de deuda poco sanos. Por otra parte, los entes prestamistas, difícilmente se harían parte en una operación de alto riesgo como esa.

La compra del 100% a través del intercambio de acciones, si bien se ve factible, también presenta algunos reparos. Por una parte se debe ser muy cauteloso en estimar los movimientos de la acción después de hacer pública

la oferta. Si el precio de la acción de EISA sube más de lo estipulado, se estará entregando mayor valor a los nuevos accionistas. Por esta razón, si bien es positiva una alza en el precio de la acción, ésta debe considerarse en el ratio de intercambio propuesto en un comienzo. Otro factor a considerar en el intercambio de acciones es la actual estructura de propiedad y control de CECSA (Ver Anexo AC), de manera que el intercambio de acciones no provoque un cambio radical en la estructura de EISA luego de la adquisición.

De especial relevancia es establecer la prima que se ofrecerá en la oferta y la prima de abandono, en donde la transacción ya no sería negocio. Según el estudio "Control Premium Study", realizado por Mergerstat, Global Mergers and Acquisitions Information, en el año 2012 (Ver Anexo AD), el porcentaje pagado por primas en adquisiciones en la industria de la construcción para el primer trimestre del año 2012 fue de 28,6% y la mediana correspondió a un 22,2%. De acuerdo a ello, se ha establecido que EISA pagará una prima de 30%, levemente superior al promedio encontrado.

Además de la prima, Echeverría Izquierdo S.A., debe considerar costos por tramitación e integración. A los primeros se les atribuyó un costo equivalente al 2% del precio de la oferta, pagado al momento de realizar la transacción. Para los costos de integración, en tanto, se estimó un valor cercano a un 7%, que se deriva del valor presente de todos los costos de integración, considerados hasta tres años posteriores a la adquisición. (Ver Anexo AB)

En la Tabla N°12 se puede apreciar el valor por prima (30%) y el precio total ofrecido por Construcciones El Cóndor S.A. Además se observa, que según la estructura de compra establecida (30% en efectivo y 70% por intercambio de acciones), la tasa de transferencia es la siguiente:

$$1 \text{ (CECSA)} = \$131,61 + 1,03 \text{ (EISA)}$$

con CECSA: Acción Construcciones El Cóndor S. A., EISA: Acción Echeverría Izquierdo S. A.

Consideraciones de la oferta		
Valor Empresa Objetivo		218.382.020
Prima (30%)		65.514.606
Precio Total (Miles de pesos chilenos-M\$)		283.896.626
Proposición		
En Efectivo	30%	85.168.988
En Acciones	70%	198.727.638
Efectivo por Acciones		135,61
Acciones del Comprador/Acción de la Empresa Objetivo		1,03
Valor por acción de la empresa Objetivo para el Comprador (CLP)		498,59
Precio por acción de la Empresa Objetivo en la Oferta (CLP)		452,02
VAN de los flujos futuros por la adquisición (Ganancia en millones)		29.245

Tabla 12: Consideraciones de la oferta

La ganancia estimada en el largo plazo para EISA, bajo el escenario presentado, considerado un escenario neutro, es de \$29.245 millones de pesos (calculado como VAN de los flujos futuros por la adquisición). La prima de abandono corresponde a un 44%. Esto quiere decir que hay un 14% de margen para subir la oferta u obtener un menor valor por sinergias y aun así obtener ganancias por la adquisición. En el Gráfico N°5, se puede observar esta diferencia.

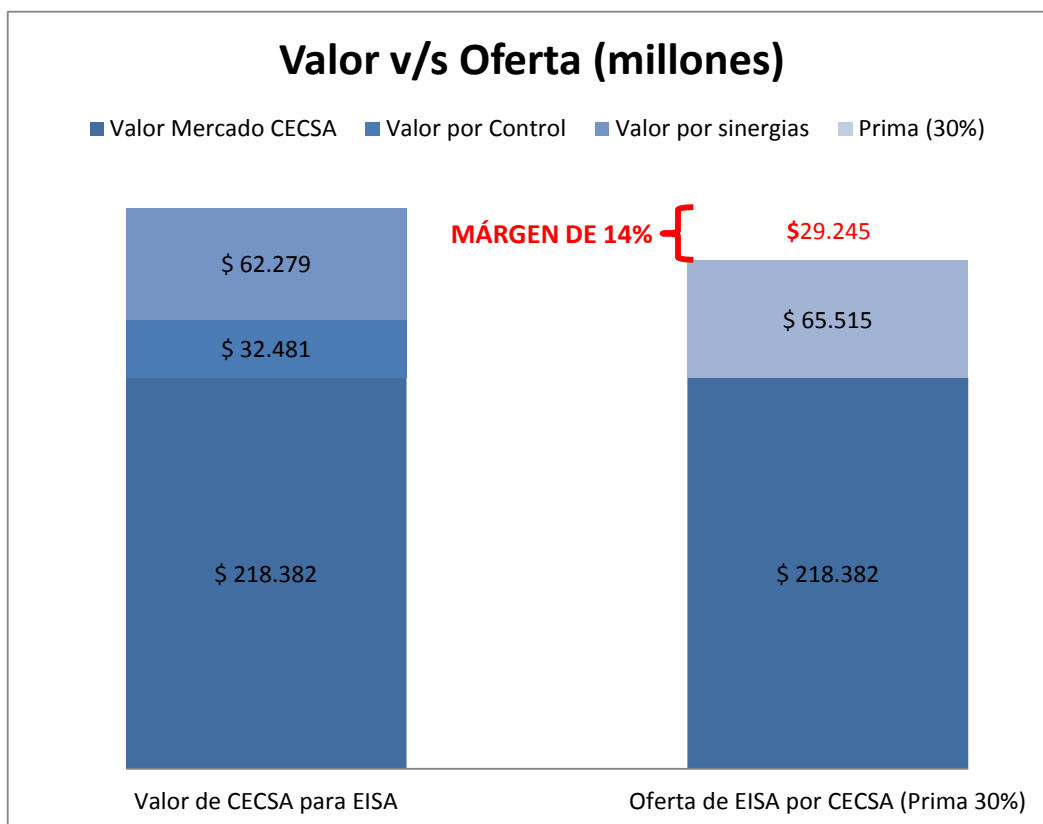


Gráfico 5: Valor de la compra v/s oferta realizada

9 PLAN DE INTEGRACIÓN

El plan de integración es una componente integral en el proceso de adquisición. Una integración pobre es una causa común en el fracaso de muchas adquisiciones. Un buen plan de integración debe tener un equipo **responsable** a cargo que defina **tareas** claras con **plazos** debidamente establecidos.

9.1 Equipo de Integración

Se destinará un equipo responsable para el proceso de integración. Dicho equipo tendrá miembros de Echeverría Izquierdo S.A. y de Construcciones El Cóndor S.A. Adicionalmente, el equipo contará con el soporte de miembros de las diferentes áreas (Operaciones, Administración y Finanzas, Comercial, RRHH) y será guiado por un experto externo en procesos de integración de M&A. La función de este equipo será hacer cumplir los plazos establecidos para las diferentes tareas de integración y será el encargado de transmitir al personal de la empresa todo lo relacionado con ésta. Además, deberá responder las inquietudes que el personal tenga y tendrá la labor de comunicar el plan de incentivos para las piezas claves de ambas empresas. La Ilustración N°3, esquematiza el actuar del equipo de integración.

EQUIPO DE INTEGRACIÓN ECHEVERRÍA IZQUIERDO S.A.



Ilustración 3: Equipo de integración entre EISA y CECSA

9.2 Tareas y plazos

Las primeras semanas posteriores a la adquisición suelen ser claves en el desempeño futuro de la empresa. Para ello el equipo encargado deberá establecer un Plan a 90 días que da comienzo al proceso de integración.

Plan a 90 días

- **Manejo eficiente de operaciones, proveedores y Backlog de proyectos**
Un rápido registro de las carencias y fortalezas de cada empresa a fin de establecer procedimientos y consolidar criterios. A su vez, será necesario un catastro de equipos existentes de forma de compartir recursos y establecer las compras necesarias.
- **Determinar e implementar los reportes financieros consolidados**
Se implementarán de forma inmediata las políticas financieras de Echeverría Izquierdo S.A. Esto incluye los procesos de aprobación para órdenes de compra.
- **Alinear sistemas de tecnologías de la información**
Es de vital importancia aunar los sistemas y plataformas tecnológicas. Esto permitirá al personal trabajar de forma unificada e informada. Este es un punto crítico en la integración al cual debe ponerse atención inmediata.
- **Relación con clientes habituales**
Será importante no perder el foco en las actividades de la empresa debido al proceso de adquisición e integración. Una tarea esencial será comunicar los principales cambios a los clientes más importantes y de esta forma evitar la desinformación y como producto de ello una desconfianza.
- **Retención de personal clave**
Producto de la adquisición muchas veces existe un ambiente de desinformación y confusión que lleva a muchos empleados a buscar otras opciones de trabajo. Se deberá aplicar un plan de incentivos para el personal que se estime sea clave en ambas empresas y de esta forma no perder las ventajas competitivas de ambas empresas gracias a la experiencia de algunos de sus empleados.

Además del plan a 3 meses, el equipo responsable debe estructurar un plan a 1 año, definiendo tareas y plazos para cada área de la empresa. En el Anexo AE, se puede observar el detalle del programa Plan de Integración de Echeverría Izquierdo S.A. y Construcciones El Cóndor S.A. En dicho programa se establecen las tareas y plazos empleando una carta Gantt.

10 CONCLUSIONES

La industria de la Ingeniería y Construcción en Chile ha experimentado buenos resultados en los últimos años. El crecimiento del país, a su vez, ha ido de la mano con lo anterior. Sin embargo, cada vez son mayores las

necesidades de establecer estrategias de crecimiento que vayan en línea con las exigencias de los accionistas.

Se plantea como alternativa interesante la expansión inorgánica. Esta posibilitaría capitalizar de forma oportuna las potencialidades de Echeverría Izquierdo S.A. en otros mercados, aprovechando las mayores perspectivas de demanda y los menores costos involucrados. Además, el escenario mundial actual, permitiría a la empresa adquirir una compañía extranjera pagando un precio que se estima acorde a las posibilidades del grupo, propiciando la generación de ganancias a largo plazo.

Para cada uno de los objetivos específicos que se plantearon, se observó lo siguiente:

Estudio de mercado

La apuesta por los mercados internacionales parece una alternativa atractiva para empresas como Echeverría Izquierdo S.A. que poseen una amplia gama de especialidades y una breve, pero importante experiencia en los mercados de Sudamérica. Dentro de las alternativas más atrayentes, Perú y Colombia asoman como las mejores alternativas para la inversión.

Estrategia

A través de este análisis, se vislumbró la estrategia que Echeverría Izquierdo S.A. ha realizado con éxito, mediante un plan de diversificación y expansión en el territorio nacional. En los últimos años además, se ha establecido en algunos países de Sudamérica con resultados positivos. En conjunto con lo anterior, el análisis arrojó interesantes oportunidades de consolidación y expansión, fundamentalmente en el área internacional. Dichas oportunidades surgen al ser una empresa líder, que ha sido capaz de crecer de manera estable, creando nuevas especialidades y penetrando nuevos mercados.

En conjunto con lo anterior, es de suma importancia tener en cuenta los riesgos internos y externos de la compañía. Para los primeros, tanto la consolidación internacional como la diversificación excesiva son puntos a los que se debe poner atención. En cuanto a los riesgos externos, la competencia a nivel local y extranjero, además de los crecientes costos de construcción, asoman como las mayores amenazas.

Valorización

Luego del estudio de mercado y análisis estratégico, se escogió a la empresa Construcciones El Cóndor S.A. como objetivo de compra, ya que cumple con los requisitos necesarios para el estudio. Como resultado de esta eventual adquisición se identificaron sinergias por control, operativas y financieras. También se identificaron sinergias negativas que aumentan el riesgo y

disminuyen los beneficios por la transacción. Dichas sinergias fueron cuantificadas e integradas a un modelo en base a flujos de caja descontados, para luego de aplicar conceptos como el WACC, CAPM y β de la empresa, establecer las pérdidas o ganancias producto de la transacción.

La estructura de compra que se propone (30% en efectivo y 70% por intercambio de acciones), refleja un balance entre la capacidad y el riesgo que asume Echeverría Izquierdo S.A. Al tratarse de una compra de gran tamaño relativo, se hace importante el apalancamiento potencial que permiten ambas empresas dado sus bajos niveles de deuda. La prima de 30% ofrecida en la oferta, revela las buenas oportunidades de capitalizar los beneficios de la adquisición. Dichos beneficios fueron calculados en \$29.245 millones, reflejando un margen de 14%.

Plan de implementación e integración

El Plan de implementación e integración, por su parte, responde a las características de la adquisición, conformando un equipo mixto cuya misión es enfocarse en los primeros meses de operación luego de la compra. Este equipo es el responsable de establecer tareas y plazos concretos que debe comunicar al resto de la entidad.

Por último, es importante acotar que el estudio realizado no pretende establecer márgenes ni proponer mercados o empresas en la eventualidad de una adquisición por parte de Echeverría Izquierdo S.A. Más bien, esta tesis propone una metodología para abordar los primeros pasos en un eventual proceso de adquisición. Esta metodología está enfocada en la empresa Echeverría Izquierdo S.A. y las opciones de expansión inorgánica en el ámbito internacional que presenta esta compañía.

11 BIBLIOGRAFÍA

1. AON 2013. Political Risk Map [en línea] <<http://www.aon.com/2013politicalriskmap/>> [Consulta: 01 Noviembre 2013]
2. BANCO MUNDIAL 2013. Doing Business 2014. Entendiendo las regulaciones para las pequeñas y medianas empresas [en línea] <<http://espanol.doingbusiness.org/~/media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/Foreign/DB14-minibook-spanish.pdf>> [consulta: 21 Octubre 2013]
3. BLOOMBERG 2013. Construcciones El Cóndor S.A. [en línea] <<http://www.bloomberg.com/quote/ELCONDOR:CB>> [Consulta: 15 Noviembre 2013]
4. BLOOMBERG 2013. Echeverría Izquierdo S.A. [en línea] <<http://www.bloomberg.com/quote/EISA:CI>> [Consulta: 15 Noviembre 2013]
5. CÁMARA CHILENA DE LA CONSTRUCCIÓN, GERENCIA DE ESTUDIOS 2012. Informe MACH 37 [en línea] <<http://www.cchc.cl/publicacion/informe-mach-37/>> [consulta: 09 Octubre 2013]
6. CÁMARA CHILENA DE LA CONSTRUCCIÓN, GERENCIA DE ESTUDIOS 2012. Informe MACH 38 [en línea] <http://www.cchc.cl/wp-content/uploads/2013/06/mach38_20junio.pdf> [consulta: 09 Octubre 2013]
7. CONSTRUCCIONES EL CÓNDOR S.A. 2012. Estados Financieros Consolidados. Bogotá.
8. CONSTRUCCIONES EL CÓNDOR S.A. 2012. Informe Anual de Gestión. [en línea] <<http://www.elcondor.com/uploads/informe-anual-de-gestion-2012web.pdf>> [Consulta: 22 Agosto 2013]
9. ECHEVERRÍA IZQUIERDO S.A. 2012. Memoria Anual. [en línea] <<http://www.ei.cl/wp-content/uploads/2013/04/MEMORIA-EI-2012.pdf>> [Consulta: 22 Julio 2013]
10. ECHEVERRÍA IZQUIERDO S.A. 2013. Resultados Marzo 2013, Plan de Desarrollo [diapositivas] Santiago.
11. ECHEVERRÍA IZQUIERDO S.A. Y SUS FILIALES 2012. Estados Financieros Consolidados. Santiago.

12. GUY FORD AND NIGEL GARROW 2013. Corporate Acquisitions Unit. Macquarie Graduate School of Management, Term 1. Sydney.
13. HELM COMISIONISTA DE BOLSA 2013. Inicio de Cobertura, Concreto S.A. Bogotá.
14. INTERBOLSA, RESEARCH TEAM 2012. Construcciones El Cóndor S.A. [en línea] <<http://www.elcondor.com/uploads/informes-analistas/interbolsa>> [consulta: 31 Octubre 2013]
15. JOHNOS, SCHOLLES AND WHITTINTON 2008. Exploring Strategy. 8th ed. Harlow, Prentice Hall. 592p.
16. MERGERSTAT 2012. Control Premium Study. Global Mergers and Acquisitions Information, 1st Quarter 2012. Newark
17. NEVASA, GERENCIA DE ESTUDIOS 2012. Informe de empresas. Echeverría Izquierdo S.A. [en línea] <<http://www.nevasa.cl/archivos/fichaeisa.pdf>> [Consulta: 31 Octubre 2013]
18. PETERS, C. 2012. Ranking: Las 50 Principales. [en línea] Construcción Latinoamericana <<http://www.khl.com/magazines/construccion-latinoamericana/detail/item80126/Ranking:Las-50-principales>> [Consulta: 01 Noviembre 2013]
19. TRANSPARENCY INTERNATIONAL 2012. Índice de percepción de la corrupción 2012 [en línea] <http://www.transparency.org/news/pressrelease/20121205_comunicado_de_prensa_indice_de_percepcion_de_la_corrupcion_2012> [Consulta: 01 Noviembre 2013]
20. VAULT INC. 2005. Valuation Techniques. Vault Guide to Finance Interviews.

12 ANEXOS

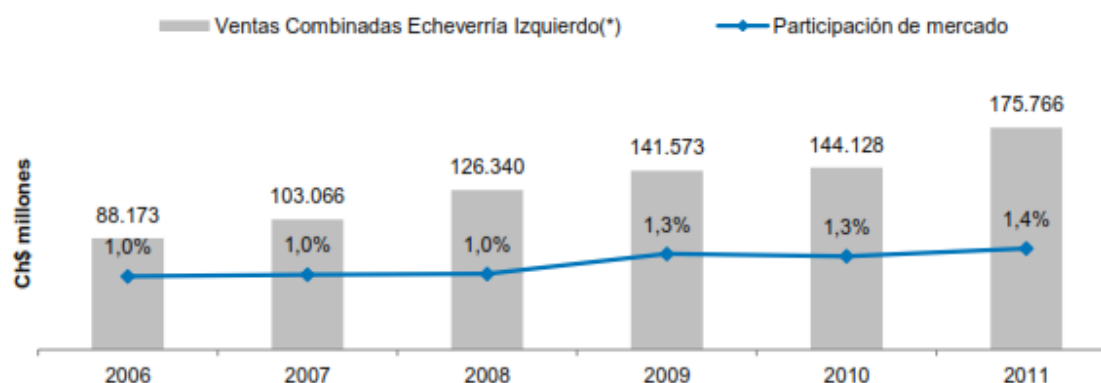
12.1 Anexo A: Empresas chilenas de Ingeniería y Construcción, abiertas en bolsa, que compiten de forma directa con EISA.

Empresa	Market Cap (a) (M\$)	Ventas anuales (b) (M\$)	Presencia
Besalco	\$ 253.087.700	\$ 385.879.144	Internacional
EISA	\$ 175.555.790	\$ 214.682.457	Internacional
Ingevec	\$ 20.656.900	\$ 125.595.985	Nacional
Moller & P-C	\$ 68.257.760	\$ 128.976.901	Nacional
SalfaCorp	\$ 228.243.210	\$ 1.062.636.126	Internacional
SK	\$ 897.625.000	\$ 297.624.181	Internacional
Notas:			
a) Capitalización de mercado al 11 de Febrero de 2014. Fuente: Bloomberg			
b) Ventas anuales consolidadas al 31 de diciembre de 2012.			
Fuente: Memorias anuales de cada compañía			

Tabla 13: Empresas chilenas abiertas en bolsa que compiten con EISA

12.2 Anexo B: Participación de mercado de Echeverría Izquierdo S.A. en Chile

A) Participación de mercado Echeverría Izquierdo en Ingeniería y Construcción en Chile



Considera un tipo de cambio de 500 Ch\$/US\$.

Fuente: Banco Central, CChC y Echeverría Izquierdo.

(*) Construida a partir de datos de la inversión en construcción realizada en Chile, entregados en Informe MACH.

Fuente: Echeverría Izquierdo

Gráfico 6: Participación de mercado de EISA en Ingeniería y Construcción

B) Participación de mercado inmobiliario de Echeverría Izquierdo (en unidades)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas viviendas en Chile	49.834	49.408	41.233	57.264	46.872	58.716	69.191
Ventas viviendas Echeverría Izquierdo	644	295	630	973	288	511	332
Participación total	1,3%	0,6%	1,5%	1,7%	0,6%	0,9%	0,5%

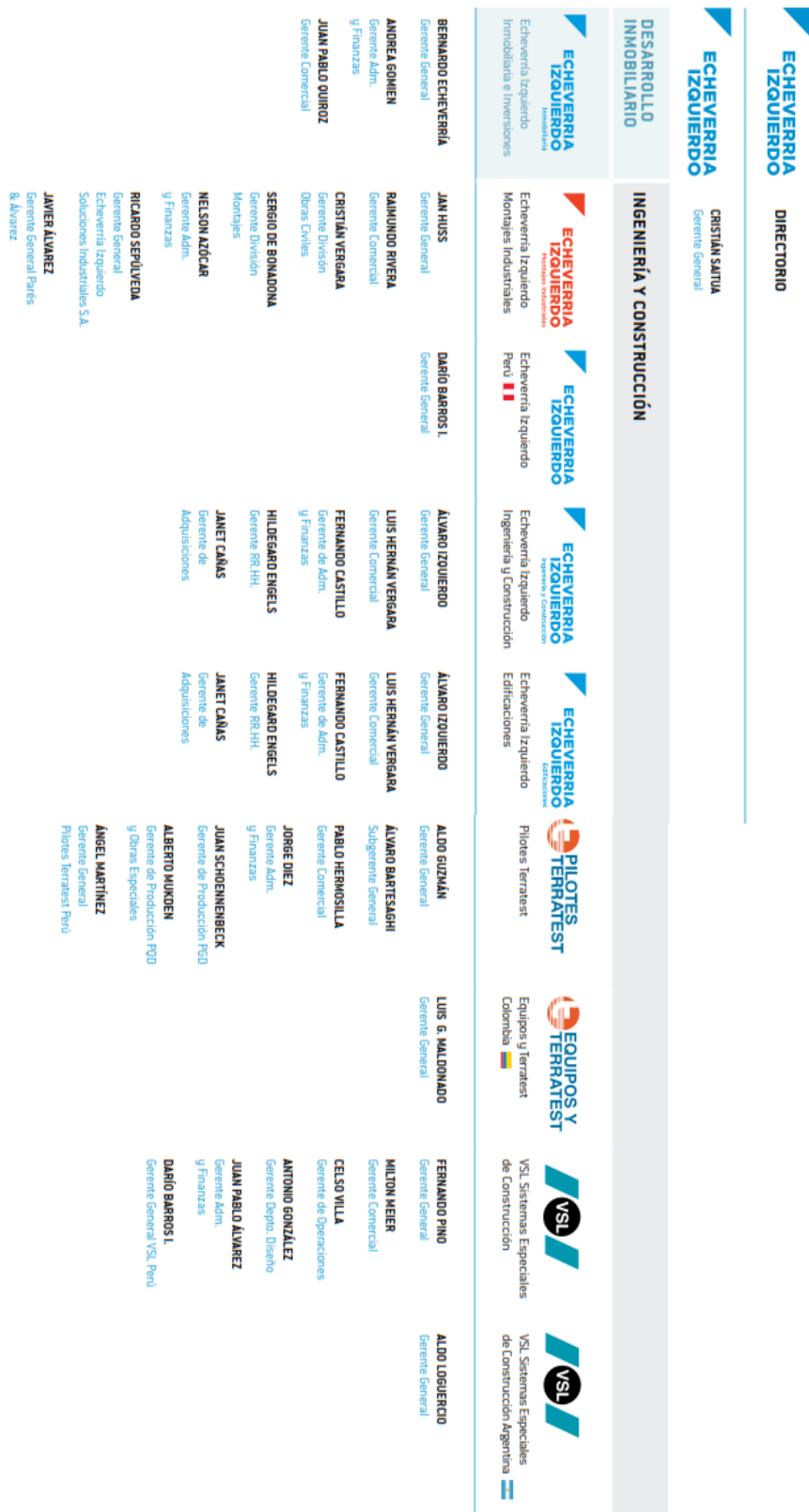
Fuente: Banco Central de Chile y Echeverría Izquierdo

Venta de viviendas corresponde al total escriturado por proyecto, no considera la participación de la sociedad.

Fuente: Echeverría Izquierdo

Tabla 14: Participación de mercado inmobiliario de EISA

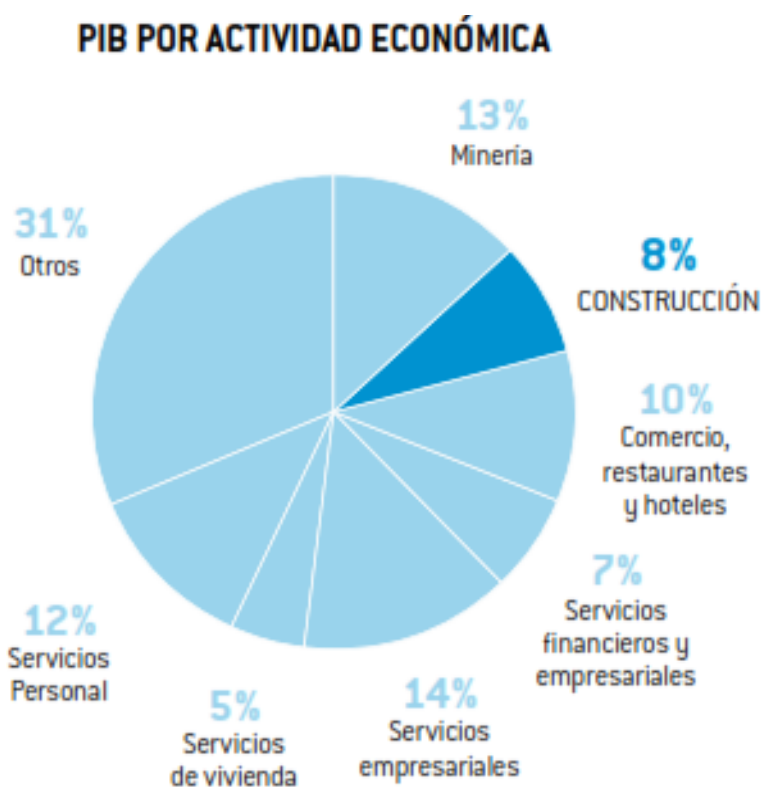
12.3 Anexo C: Estructura de Administración Echeverría Izquierdo S.A.



Fuente: Echeverría Izquierdo

Ilustración 4: Estructura de Administración Echeverría Izquierdo S.A.

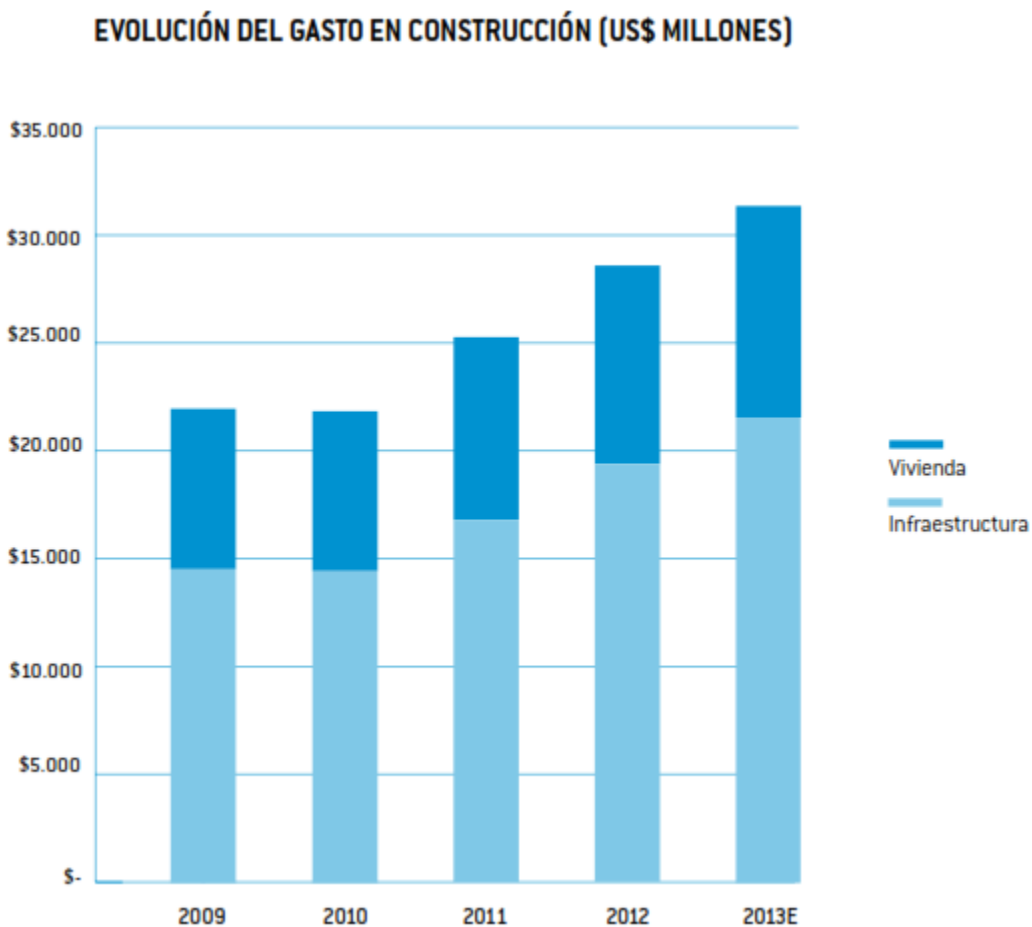
12.4 Anexo D: PIB por actividad económica en Chile



Fuente: Echeverría Izquierdo

Gráfico 7: PIB por actividad económica

12.5 Anexo E: Gasto total en Construcción en millones de US\$



Considera un tipo de cambio de 500 Ch\$/US\$ y el primer valor de UF/Ch\$ de cada año.

Fuente: CCHC

Gráfico 8: Gasto total en Construcción en millones de US\$

12.6 Anexo F: Políticas económicas generales de crecimiento mundial para el año 2013

Zona Euro

Destacan medidas tomadas por el Banco Central Europeo (BCE) para intervenir los mercados de deuda soberana secundaria, donde este ente se compromete a comprar cantidades ilimitadas de bonos soberanos de los países que solicitaran ayuda financiera a los fondos europeos (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y Mecanismo Europeo de Estabilización), gracias a lo cual las tensiones de los mercados financieros se moderaron ostensiblemente durante el segundo semestre.

Otro elemento destacable fue la creación de un fondo permanente que se encargará de los nuevos rescates de la Zona Euro (el MEDE) sujeto a condicionalidad fiscal.

Estados Unidos

La Fed (Federal Reserve) anunció su intención de mantener los tipos de interés en niveles bajos y accedió a la compra de hipotecas en lugar de valores del Tesoro.

Economías Emergentes

Dada la debilitación del crecimiento y la caída en los precios de las materias primas, se ha podido mantener la inflación bajo control (rango del 4%), dando margen para inyecciones de liquidez, en caso de que sea necesario apoyar el crecimiento.

12.7 Anexo G: Variación anual PIB Nacional y PIB construcción para algunas economías de Sudamérica.

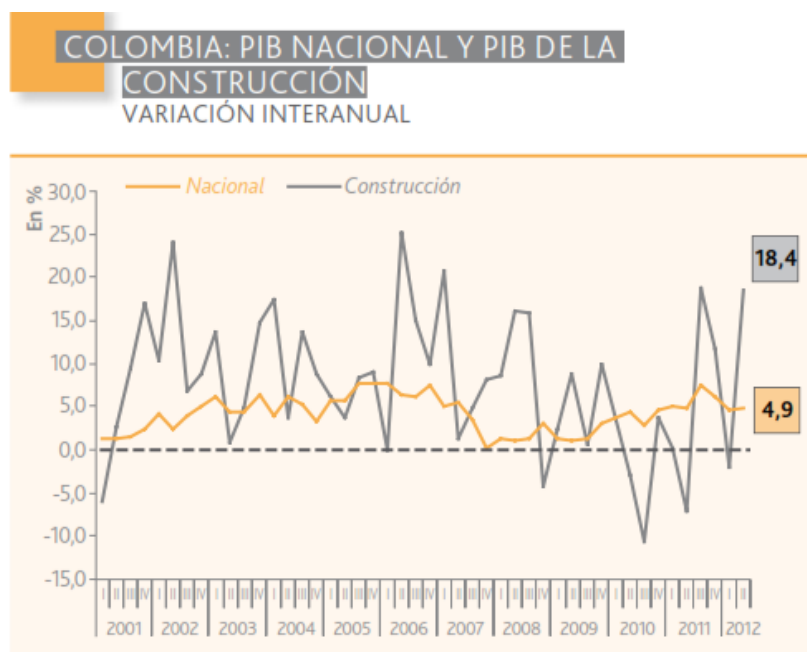
Brasil



Fuente: CChC

Gráfico 9: Variación interanual PIB nacional y PIB construcción Brasil

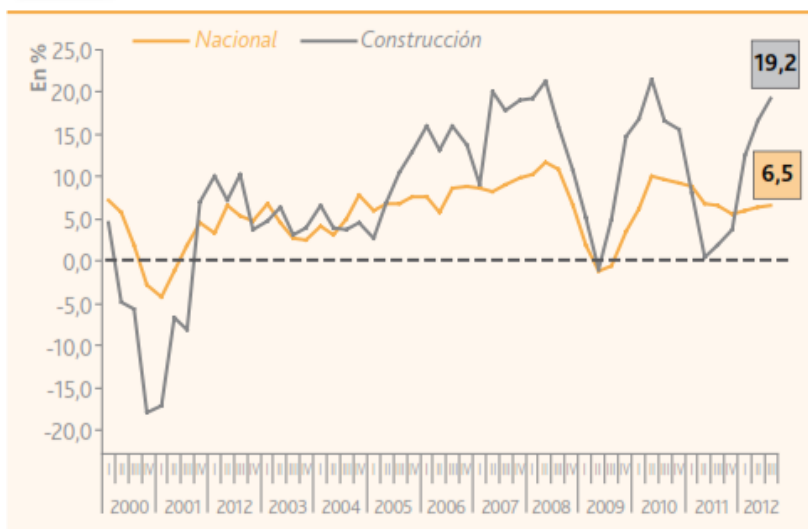
Colombia



Fuente: Banco Central de Colombia

Gráfico 10: Variación interanual PIB nacional y PIB construcción Colombia

PERÚ: PIB NACIONAL Y PIB DE LA CONSTRUCCIÓN
VARIACIÓN INTERANUAL



Fuente: Banco Central de Perú

Gráfico 11: Variación interanual PIB nacional y PIB construcción Perú

12.8 Anexo H: Estructura y unidades de negocio

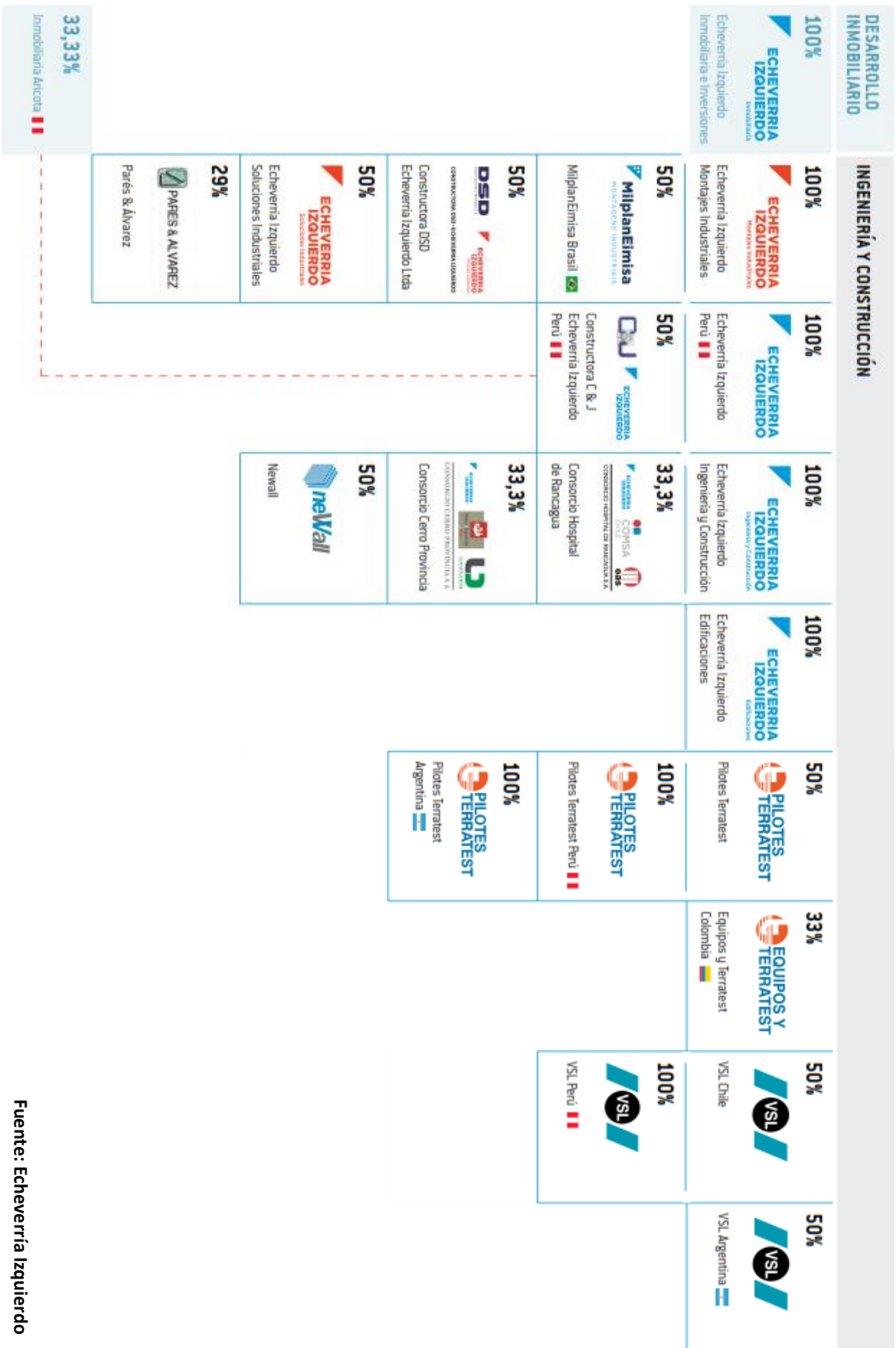







Ilustración 5: Estructura y unidades de negocio

Fuente: Echeverría Izquierdo

12.9 Anexo I: Cuadro de especialidades y presencia internacional

Áreas de Negocio	Segmentos de Negocio	Especialidad					
			Chile	Perú	Argentina	Brasil	Colombia
INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN	MONTAJES INDUSTRIALES	Energía	●	●			
		Celulosa	●			●	
		Minería	●				
		Industrial	●				
	EDIFICACIÓN Y OBRAS CIVILES	Comercial	●	●			
		Habitacional	●				
		Salud	●				
		Educación	●				
		Fundaciones Profundas	●	●			●
		Postensados	●	●	●		
		Concesiones	●				
		Obras Públicas y Vialidad	●				
		Obras Subterráneas	●				
		Obras Marítimas					
		DESARROLLO INMOBILIARIO	DESARROLLO INMOBILIARIO	Habitacional	●		
Comercial	●			●			

● Consolidado ● En desarrollo

Fuente: Echeverría Izquierdo

Ilustración 6: Cuadro de especialidades y presencia internacional

12.10 Anexo J: Indicadores de actividad

INDICADORES	dic-12	dic-11
EBITDA	12.517.757	16.917.917
Liquidez Corriente	1,86	1,54
Razón Acida	1,55	1,27
Razón de Endeudamiento	1,06	1,30
% Deuda CP	91,1%	87,6%
% Deuda LP	8,9%	12,4%
Cobertura Gastos Financieros	10,86	19,19
Rotación Inventarios	6,71	8,40
Permanencia de Inventarios	53,66	42,83
Rotación de Cuentas por Cobrar	2,34	3,55
Permanencia de Cuentas por Cobrar	153,56	101,49
Rotación de Cuentas por Pagar	2,87	3,03
Permanencia de Cuentas por Pagar	125,22	118,84
Rentabilidad Anualizada Patrimonio	9,23%	16,85%
Rentabilidad Anualizada de Activos	4,41%	7,19%
Rentabilidad sobre Ventas	4,20%	5,12%
Rendimiento de Activos Operacionales	4,56%	12,04%
Utilidad por Acción	\$ 14,91	\$18,05

$$\begin{aligned}
 \text{Razón de endeudamiento} &= \frac{\text{Total de Pasivos Corriente} + \text{Total de Pasivos No Corrientes}}{\text{Patrimonio Total}} \\
 &= \frac{(\$93.693.054 + \$11.635.702)}{\$99.254.167} \\
 &= 1,06
 \end{aligned}$$

Fuente: Echeverría Izquierdo

Tabla 15: Indicadores de actividad

12.11 Anexo K: Evolución del Patrimonio (CLP Miles de millones)

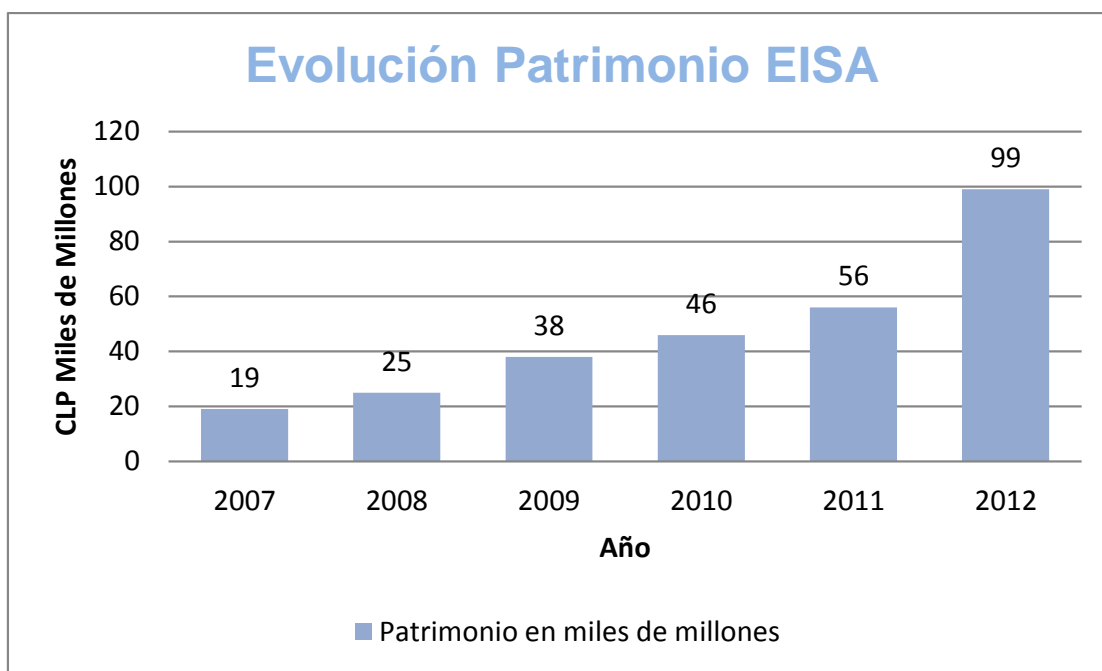
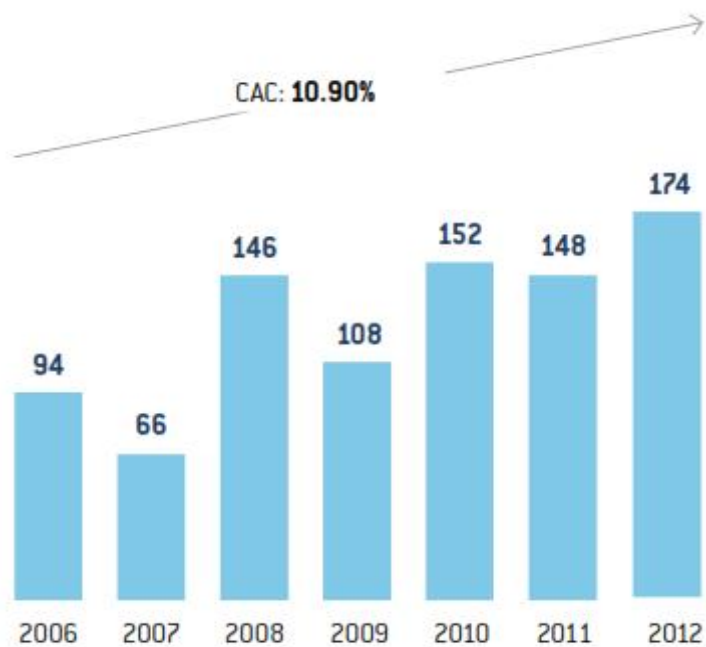


Gráfico 12: Evolución del Patrimonio (CLP Miles de millones)

12.12 Anexo L: Evolución del Backlog del grupo

[Ch\$ miles de millones]

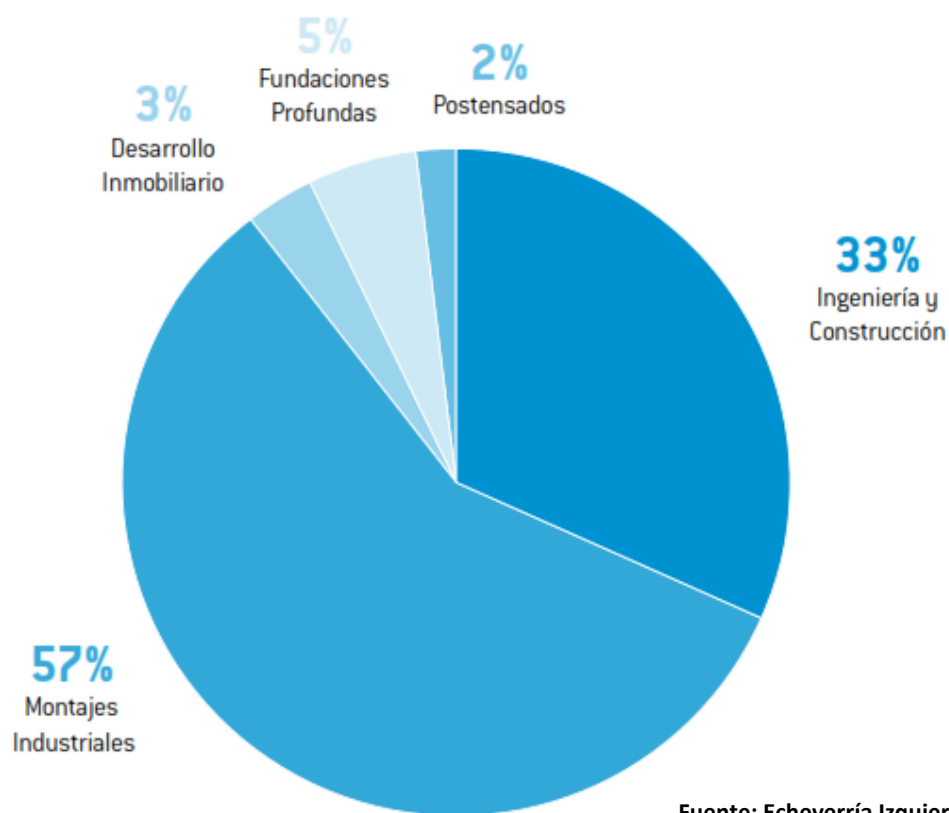


(*) Considera el 100% de las filiales que se consolidan, más la prorrata de participación cuando no consolidan, salvo en el caso de Pilotes Terra-test S.A. y VSL Sistemas Especiales de Construcción S.A. que consideran sólo el 50%.

Fuente: Echeverría Izquierdo

Gráfico 13: Evolución del Backlog del grupo

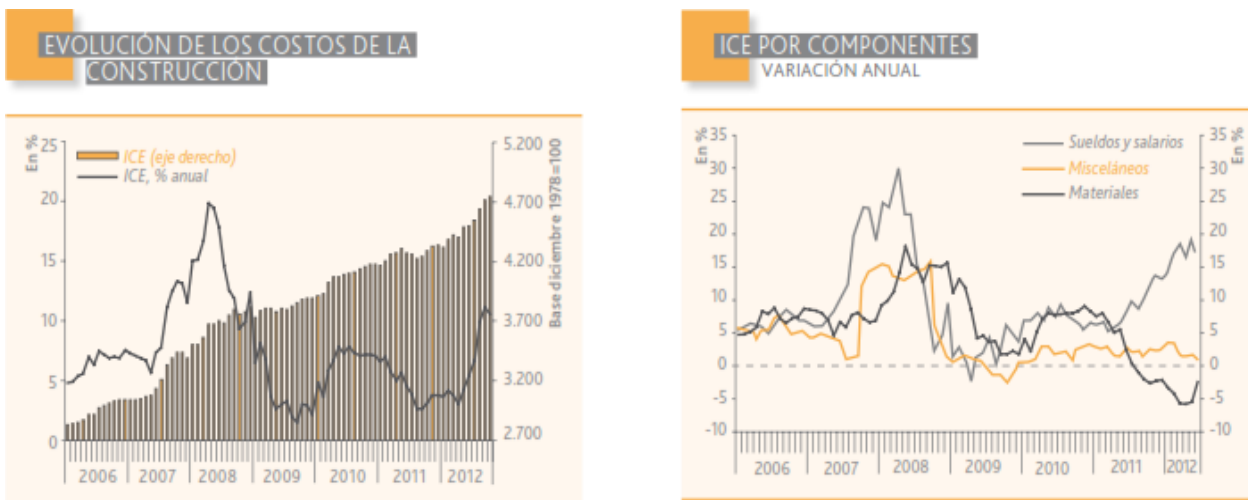
12.13 Anexo M: Distribución de los ingresos. (Año 2012)



Fuente: Echeverría Izquierdo

Gráfico 14: Distribución de los ingresos. (% sobre los Ingresos del año 2012)

12.14 Anexo N: Evolución de los costos de la construcción en Chile



Fuente: CChC

Gráfico 15: Evolución de los costos de la construcción en Chile

12.15 Anexo O: Ranking Doing Business 2013

Clasificación	Economía	Reformas en DB2014	Clasificación	Economía	Reformas en DB2014	Clasificación	Economía	Reformas en DB2014
1	Singapur	2	64	Santa Lucía	0	127	Honduras	0
2	Hong Kong RAE, China	1	65	Italia	3	128	Egipto, Rep. Árabe	0
3	Nueva Zelanda	1	66	Trinidad y Tobago	1	129	Kenya	0
4	Estados Unidos	0	67	Ghana	0	130	Bangladesh	1
5	Dinamarca	0	68	República Kirguisa	0	131	Bosnia y Herzegovina	0
6	Malaysia	3	69	Turkey	3	132	Uganda	1
7	Corea, Rep.	1	70	Azerbaijan	3	133	Yemen, Rep.	0
8	Georgia	1	71	Antigua y Barbuda	0	134	India	0
9	Noruega	0	72	Grecia	3	135	Ecuador	1
10	Reino Unido	2	73	Rumania	3	136	Lesotho	1
11	Australia	1	74	Vanuatu	1	137	Camboya	0
12	Finlandia	0	75	República Checa	1	138	Ribera Occidental y Gaza	1
13	Islandia	1	76	Mongolia	3	139	Mozambique	2
14	Suecia	1	77	Dominica	0	140	Burundi	6
15	Irlanda	0	78	Moldova	3	141	Bhután	2
16	Taiwán, China	0	79	Guatemala	3	142	Sierra Leona	0
17	Lituania	2	80	Seychelles	0	143	Tayikistán	2
18	Tailandia	1	81	San Marino	0	144	Liberia	2
19	Canadá	0	82	San Vicente y las Granadinas	0	145	Tanzania	2
20	Mauricio	3	83	Zambia	1	146	Uzbekistán	6
21	Alemania	0	84	Bahamas	2	147	Nigeria	0
22	Estonia	1	85	Sri Lanka	4	148	Madagascar	2
23	Emiratos Árabes Unidos	3	86	Kosovo	3	149	Sudán	0
24	Letonia	4	87	Marruecos	3	150	Gambia	1
25	Macedonia, ERY	6	88	Uruguay	1	151	Iraq	0
26	Arabia Saudita	0	89	Croacia	5	152	Irán, Rep. Islámica	0
27	Japón	0	90	Albania	1	153	Argelia	0
28	Países Bajos	2	91	Barbados	0	154	Burkina Faso	1
29	Suiza	0	92	Federación de Rusia	5	155	Mali	0
30	Austria	0	93	Serbia	0	156	Micronesia, EE. Feds.	0
31	Portugal	1	94	Jamaica	3	157	Togo	3
32	Rwanda	8	95	Maldivas	1	158	Comoras	1
33	Eslovenia	1	96	China	2	159	Lao RDP	1
34	Chile	1	97	Islas Salomón	0	160	Djibouti	3
35	Israel	2	98	Namibia	0	161	Surinam	2
36	Bélgica	0	99	Viet Nam	2	162	Bolivia	0
37	Armenia	2	100	Palau	2	163	Gabón	3
38	Francia	1	101	Saint Kitts y Nevis	0	164	Afganistán	2
39	Chipre	0	102	Costa Rica	2	165	República Árabe Siria	0
40	Puerto Rico (EE. UU.)	0	103	Malta	1	166	Guinea Ecuatorial	0
41	Sudáfrica	1	104	Kuwait	1	167	Côte d'Ivoire	4
42	Perú	0	105	Nepal	1	168	Camerún	0
43	Colombia	2	106	Belize	0	169	Santo Tomé y Príncipe	0
44	Montenegro	2	107	Granada	0	170	Zimbabwe	0
45	Polonia	2	108	Filipinas	3	171	Malawi	1
46	Bahrein	1	109	Paraguay	1	172	Timor-Leste	0
47	Omán	0	110	Pakistán	0	173	Mauritania	1
48	Qatar	1	111	Libano	0	174	Benin	2
49	República Eslovaca	0	112	Ucrania	8	175	Guinea	3
50	Kazajstán	2	113	Papua Nueva Guinea	0	176	Niger	2
51	Túnez	0	114	Islas Marshall	0	177	Haití	0
52	España	1	115	Guyana	1	178	Senegal	1
53	México	3	116	Brasil	0	179	Angola	0
54	Hungría	0	117	República Dominicana	0	180	Guinea-Bissau	1
55	Panamá	4	118	El Salvador	1	181	Venezuela, RB	1
56	Botswana	1	119	Jordania	0	182	Myanmar	1
57	Tonga	1	120	Indonesia	1	183	Congo, Rep. Dem.	3
58	Bulgaria	0	121	Cabo Verde	2	184	Eritrea	0
59	Brunei Darussalam	1	122	Kiribati	0	185	Congo, Rep.	3
60	Luxemburgo	0	123	Swazilandia	2	186	Sudán del Sur	0
61	Samoa	0	124	Nicaragua	2	187	Libia	0
62	Fiji	0	125	Etiopía	0	188	República Centroafricana	1
63	Belarús	4	126	Argentina	1	189	Chad	1

Nota: Las clasificaciones de todas las economías son válidas a fecha de junio de 2013 y figuran en las Tablas de países. Las clasificaciones de este año sobre la facilidad de hacer negocios son el promedio de las clasificaciones por percentil de la economía en las diez áreas que se han utilizado para realizar la clasificación general de este año. El número de reformas no incluye aquellas que dificultan hacer negocios.

Fuente: base de datos de *Doing Business*.

Fuente: Doing Business

Tabla 16: Ranking Doing Business 2013

12.16 Anexo P: Mapa de riesgo político

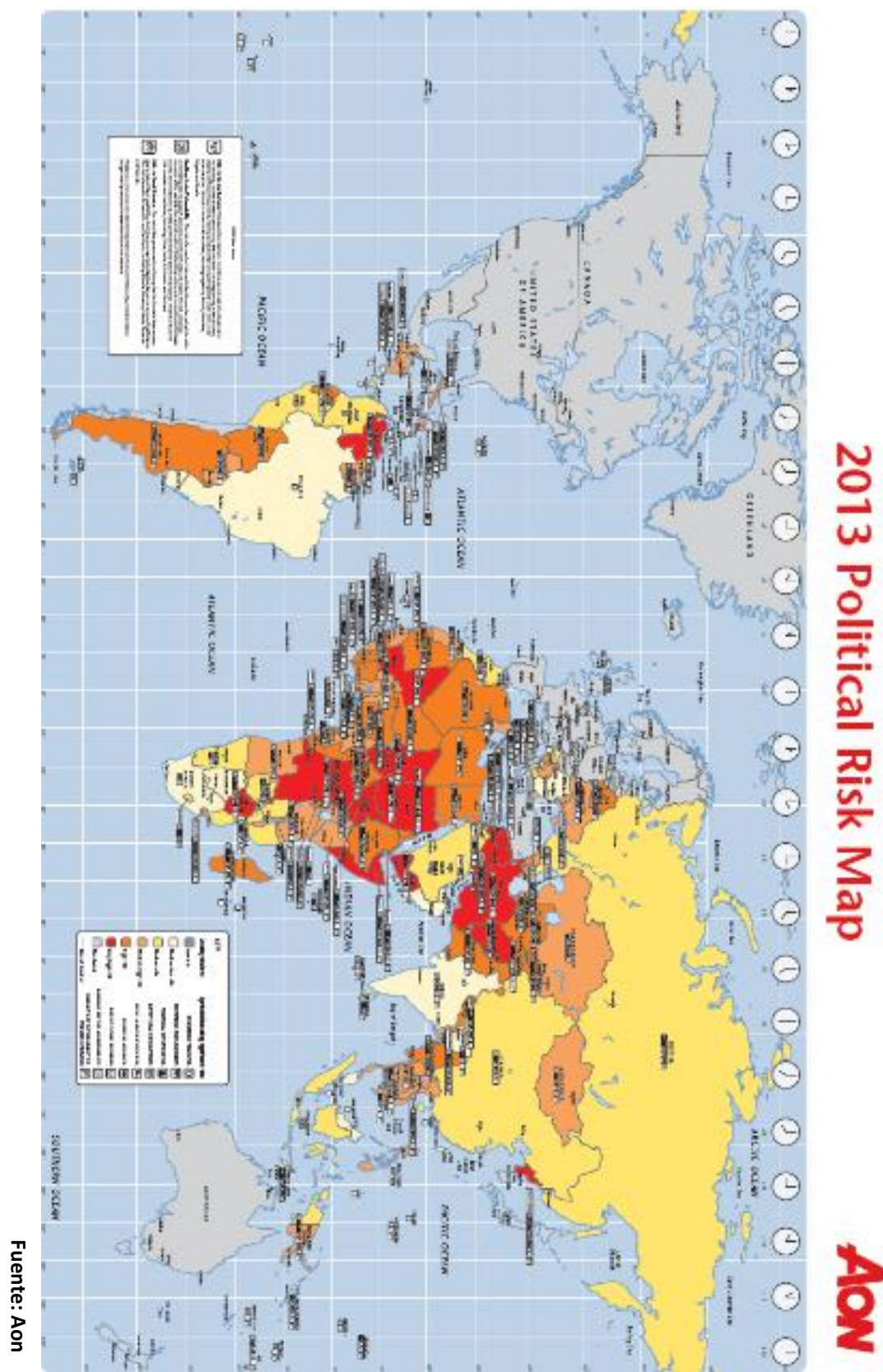


Ilustración 7: Mapa de riesgo político

12.17 Anexo Q: Índice de percepción de corrupción

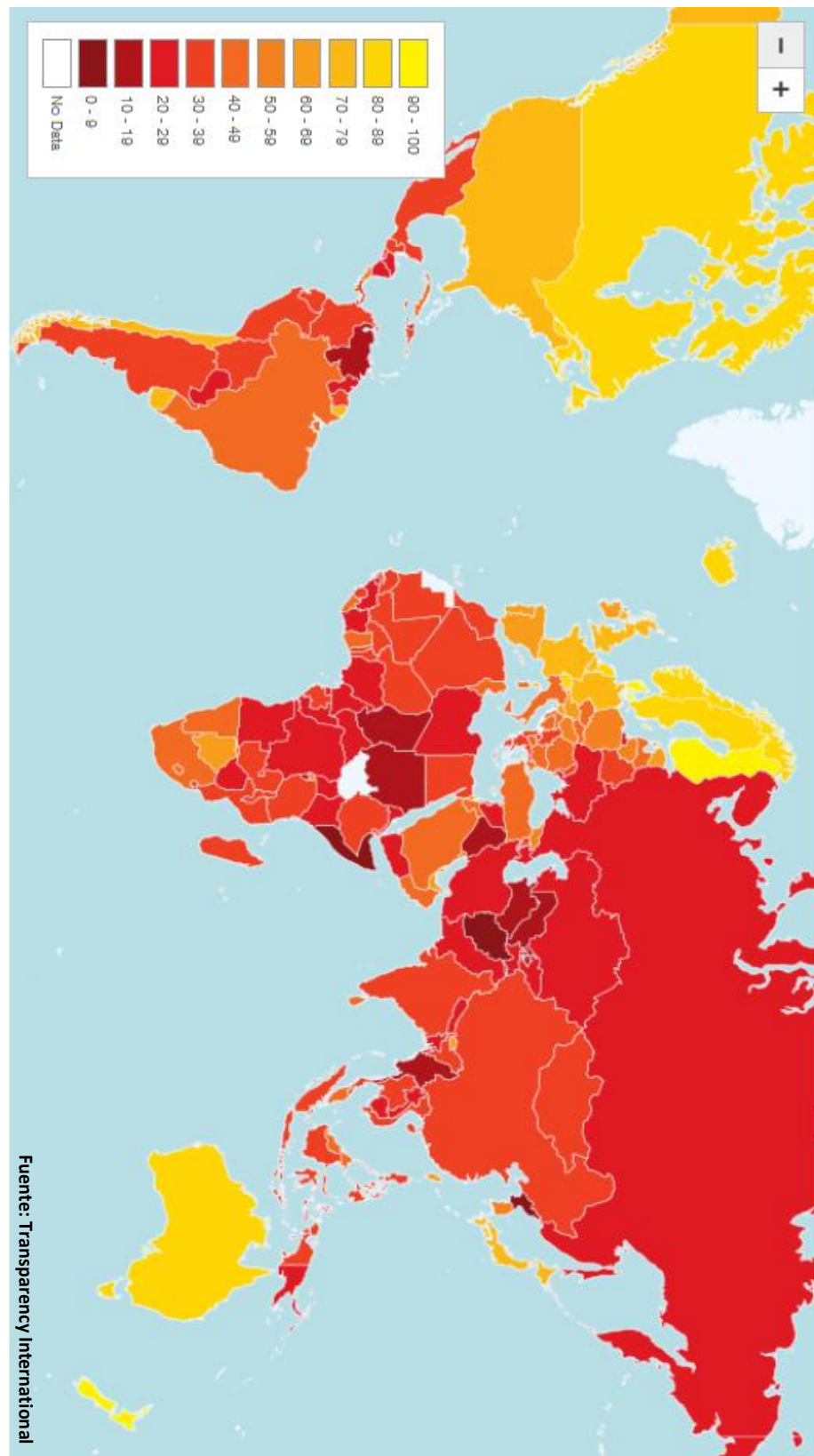


Ilustración 8: Índice de percepción de corrupción

12.18 Anexo R: Encuesta a altos ejecutivos de empresas de Ingeniería y Construcción para estimar ponderación de cada criterio relativo a la conveniencia de una expansión internacional.

Si tuviera que pensar en iniciar o continuar un proceso de expansión internacional para su empresa, cuáles de los siguientes aspectos serían los más relevantes a la hora de evaluar el país donde instalarse.

Reparta 100 puntos entre los 6 criterios propuestos, de acuerdo a la importancia que le otorga a cada uno de ellos, entendiendo que a mayor puntaje, mayor relevancia Ud. le otorga a ese criterio.

Criterios

Puntaje

- ***Económico***

Índices como el PIB total del país, PIB sector Construcción e inflación. Aspectos demográficos como la población y el porcentaje de población urbana.

- ***Político/Legal***

Inestabilidad política existente actualmente en el país y con cuanta fuerza éste se opone o contrasta con el de Chile. Asimismo, toma en cuenta aspectos legales como aranceles e impuestos.

- ***Cultural***

Aspectos como el idioma, las actitudes y valores.

- ***Demanda***

Requerimientos de inversión de cada país en el corto y mediano plazo en infraestructura, vivienda y otros relacionados al rubro de la Ingeniería y Construcción.

- ***Oferta***

Nivel de competencia local e internacional que puede enfrentar su empresa en el país extranjero.

- ***Costos***

Precios de materiales, combustibles y mano de obra, en conjunto con los rendimientos de esta última.

12.19 Anexo S: Respuestas de ejecutivos a Encuesta realizada

Ejecutivo	Empresa	Económico	Político/ Legal	Cultural	Demanda	Oferta	Costos
Fernando Echeverría	Echeverría Izquierdo S.A.	30%	20%	20%	15%	15%	0%
Jaime Errázuriz	Más Errázuriz	25%	50%	3%	6%	10%	6%
Sergio Torretti	Invasco	25%	25%	15%	15%	10%	10%
Enrique Besa	Ingevec	20%	30%	30%	20%	0%	0%
Gastón Escala	Salfa Corp	25%	20%	15%	20%	15%	5%
Promedio		25,00%	29,00%	16,60%	15,20%	10,00%	4,20%

Tabla 17: Respuestas de ejecutivos a Encuesta realizada

12.20 Anexo T: Pauta de asignación de notas para cada criterio

Los siguientes son los criterios que determinan el puntaje por categoría para la posterior asignación de una nota por país, para Chile, Brasil, Colombia y Perú:

Económico

- **PIB país (%)**
 - Si el % de crecimiento se encuentra igual o por sobre el de Chile se considera Muy Positivo.
 - Si se encuentra entre el 4% y el 5,5%, se considera Positivo.
 - Entre 3% y el 3,9% se considera Indiferente.
 - Entre el 1,6% y el 2,9% se considera Negativo
 - Bajo el 1,5% se considera Muy Negativo.

Político/Legal

- **Inestabilidad Política (de acuerdo a 2013 Political Risk Map)**
 - Si el riesgo país es Muy Alto o Alto, se considera Muy Negativo
 - Si el riesgo país es Medio-Alto, se considera Negativo
 - Si el riesgo país es Medio, se considera Indiferente
 - Si el riesgo país es Medio-Bajo, se considera Positivo.
 - Si el riesgo país es Bajo, se considera Muy Positivo.
- **Ranking Doing Business**
 - Si se encuentra igual o sobre el Ranking chileno (34), se considera Muy Positivo.
 - Si se encuentra entre el puesto 35 y el 45, se considera Positivo.
 - Si se encuentra entre el puesto 46 y el 60, se considera Indiferente.
 - Si se encuentra entre el puesto 61 y el 80, se considera Negativo.
 - Si se encuentra sobre el puesto 80 del ranking, se considera Muy Negativo

Cultural

- **Idioma**
 - Si el idioma es español, se considera Muy Positivo.
 - Si el idioma es inglés o portugués, se considera Indiferente.
 - Cualquier otro idioma, es considerado como Negativo para hacer negocios.
- **Niveles de Corrupción (de acuerdo al índice de percepción de corrupción 2012)**
 - Si el índice está entre 0 y 18 puntos, se considera Muy Negativo.
 - Si el índice está entre 19 y 36 puntos, se considera Negativo.
 - Si el índice está entre 37 y 54 puntos, se considera Indiferente.
 - Si el índice está entre 55 y 72 puntos, se considera Positivo.
 - Si el índice está entre 73 y 90 puntos, se considera Muy Positivo

Demanda

- **Población**
 - Si el número de habitantes del país está bajo 15 millones, se considera Muy Negativo.
 - Si el número de habitantes del país está entre 15 y 25 millones, se considera Negativo.
 - Si la cantidad de habitantes se encuentra entre 25 y 35 millones, se considera Indiferente.
 - Si la población se encuentra entre 35 y 70 millones, se considera Positivo.
 - Si la población está por sobre los 70 millones de habitantes, se considera muy positivo.
- **Inversión en Infraestructura en el mediano plazo**
 - Si la inversión estimada en infraestructura es de menos de US\$ 25.000 millones, se considera Muy Negativa.
 - Si la inversión estimada en infraestructura está entre US\$ 25.000 millones y menos de US\$ 50.000 millones, se considera Negativa.
 - Si la inversión estimada en infraestructura está entre US\$ 50.000 millones y menos de US\$ 75.000 millones, se considera Indiferente.
 - Si la inversión estimada en infraestructura está entre US\$ 75.000 millones y menos de US\$ 100.000 millones, se considera Positiva.
 - Si la inversión estimada en infraestructura es de US\$ 100.000 millones o más, se considera Muy Positiva.

Oferta

- **Nivel de Competencia (%) (de acuerdo al Ranking: Las 50 Principales)**
 - Porcentajes bajo el 2%, se considera Muy Positivo.
 - Porcentajes sobre el 2% y bajo el 5%, se considera Positivo.






- Porcentajes sobre el 5% y bajo el 8%, se considera Indiferente.
- Porcentajes sobre el 8% y bajo el 15%, se considera Negativo.
- Porcentajes sobre el 15%, se considera Muy Negativo.

Costos

- **Desempleo (%) (A menor índice de desempleo se consideran mayores los costos de mano de obra y por lo tanto Negativo desde ese punto de vista)**
 - Bajo un 5% se considera Muy Negativo
 - Sobre un 5% y bajo un 7%, se considera Negativo.
 - Entre un 7% y un 10%, se considera Indiferente.
 - Sobre un 10% y bajo un 13%, se considera positivo.
 - Sobre un 13%, se considera Muy Positivo.
- **Combustibles (US\$/lt)**
 - Bajo US\$1,25 se considera Muy Positivo.
 - Entre US\$1,26 y US\$1,50 se considera Positivo
 - Sobre US\$1,50 y bajo 1,75 se considera Indiferente
 - Entre US\$1,76 y US\$2,00 se considera Negativo.
 - Sobre US\$2,00 se considera Muy Negativo

12.21 Anexo U: Antecedentes Construcciones El Cóndor S.A.

Líneas de Negocio

CONSTRUCCIÓN		INVERSIÓN	
<p>Experiencia en:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Vías ✓ Túneles ✓ Viaductos ✓ Puentes ✓ Presas ✓ Oleoductos ✓ Obras en concreto ✓ Minería ✓ Explotación a cielo abierto ✓ Movimiento de tierra y roca 		<p>Experiencia en:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Concesiones viales ✓ Concesiones de servicios públicos ✓ Concesiones aeroportuarias ✓ Proyectos de generación energética ✓ Inversiones en empresas afines al sector de infraestructura ✓ Concesiones mineras 	
	<p>Experiencia como constructores: Transporte vías: 5 túneles construidos (23,4 kms), 15 puentes mayores construidos, 2.550 kms de vías intervenidas, 4 millones de m³ de estructura de pavimento.</p>		<p>Experiencia en Energía.</p>
<p>Experiencia en Minería: Carbón extraído: 8.000.000 m³</p> <p>Movimiento de tierras: 50 millones de m³ excavados.</p>		<p>Experiencia como inversionistas a través de nuestras concesiones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Financiación de 6 proyectos banca local por valor de USD 760 millones. • Financiación de proyectos banca multilateral por valor de USD 400 millones. • Operación de 1.450 Kms de vía (5 concesiones) <ul style="list-style-type: none"> • 17,5 millones de pasajeros anuales. • 525.000 toneladas de carga movillizada. 	

Fuente: Construcciones El Cóndor

Ilustración 9: Líneas de Negocio CECSA

Presencia Nacional

Guajira

Concesión Santa Marta - Paraguachón

Magdalena

Concesión Santa Marta - Paraguachón

Cesar

Mina La Francia - El Paso -

Red Vial del Cesar

Sucre

Transversal de las Américas - San Marcos -

Córdoba

Transversal de las Américas - Montería -

Antioquia

Transversal de las Américas - Urabá -

Hatovial.

Agregados San Javier - Medellín -

Túnel de Oriente

Caldas

Avenida Colón - Manizales -

Valle del Cauca

Hidroeléctrica de Tuluá

Bogotá

Aeropuerto El Dorado.

Tramo del Transmilenio NQS.

Nariño

Transversal del Sur

Pasto - Tumaco

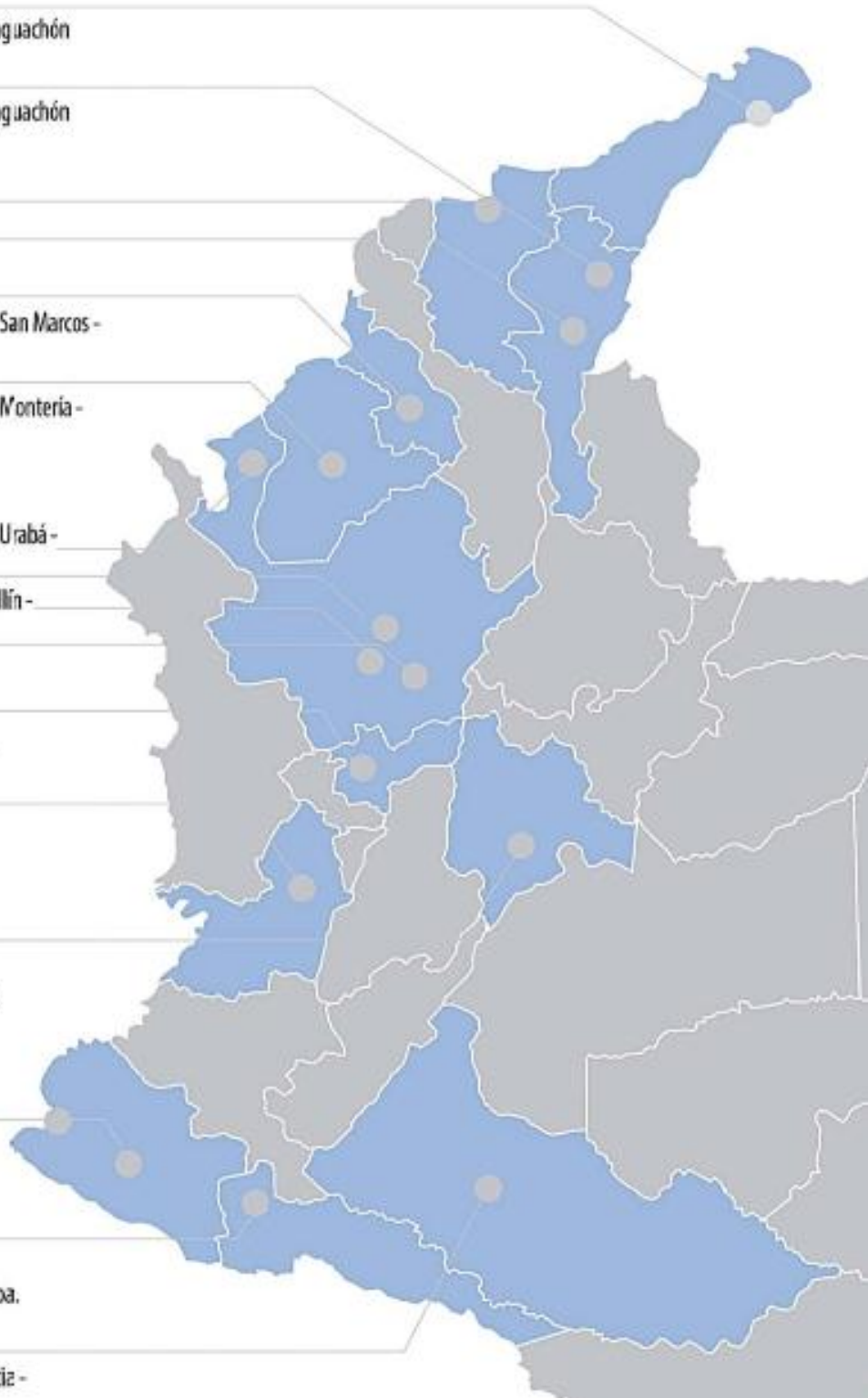
Putumayo

Transversal del Sur

Variante San Francisco - Mocoa.

Caquetá

Marginal de la Selva - Florencia -



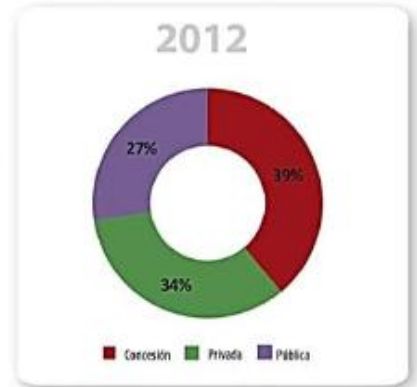
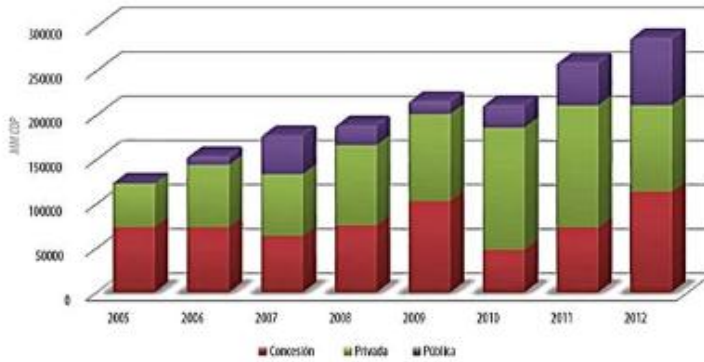
Fuente: Construcciones El Cóndor

Ilustración 10: Presencia Nacional CECSA

Fuentes de Ingresos

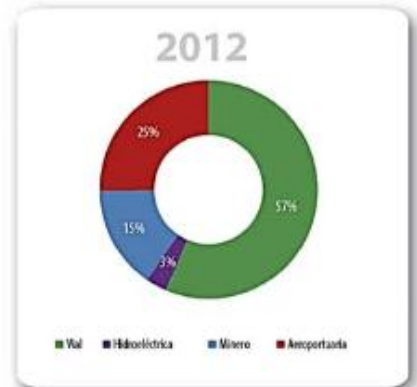
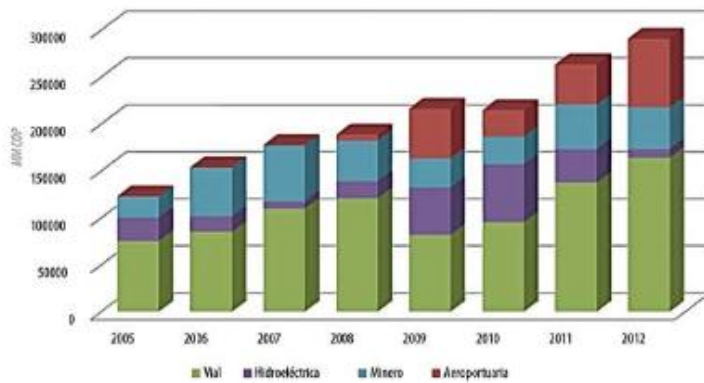
Ingresos por Naturaleza de Obra

Al analizar la composición de los ingresos operacionales por naturaleza y tipo de obra, se encuentra que al cierre de 2012 los ingresos operacionales provienen principalmente de contratos de concesión (39%) y contratos privados (34%), mientras que por tipo de obra la mayor participación la tienen los ingresos de proyectos viales (57%) y aeroportuarios (25%).



Fuente: Construcciones El Cóndor S.A.

Ingresos por Tipo de Obra



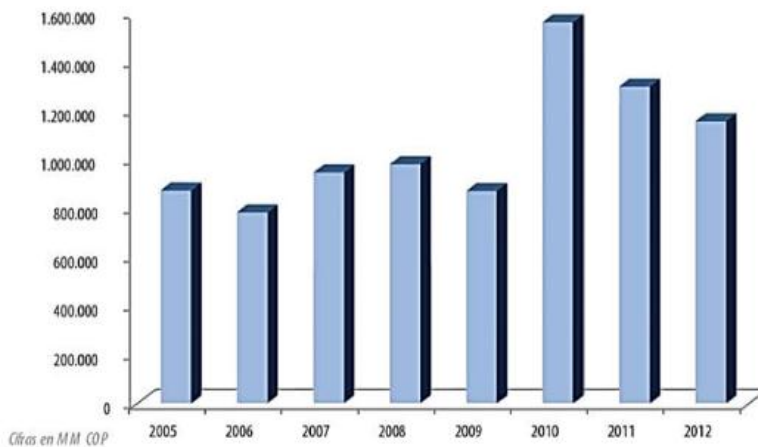
Fuente: Construcciones El Cóndor

Gráfico 16: Fuentes de Ingresos CECSA

Backlog de proyectos (en millones de COP)

A través de este nuevo contrato el Backlog de la Compañía logró mantener niveles similares a los registrados al cierre del año 2011 y a su vez aumentar la facturación proyectada para los próximos tres años.

Sin embargo, como resultado de la terminación del contrato Mina La Francia, posterior al cierre contable de 2012, se registró un impacto en el Backlog, que generó una disminución de aproximadamente el 11% con respecto a la cifra de diciembre de 2012, alcanzando un valor de \$1.16 billones a enero de 2013.



Backlog enero 2013	
Total Backlog (diciembre 2012)	1.311.505
Cancelación o Terminación de Contratos	-155.156
Total Backlog (enero 2013)	1.156.349

Fuente: Construcciones El Cóndor

Gráfico 17: Backlog de proyectos (en millones de COP) CECSA

12.24 Anexo X: Valoración CECSA + Control

Valoración CECSA+Control		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Valor Terminal
Numero de acciones		-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Tasa libre de riesgo	628.060.000	3,0%												
Prima de riesgo de mercado		6,4%												
Beta desapalancado		1,07												
Rd		2,3%												
Re		0												
MACC		9,6%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,7%	10,9%	11,0%	11,1%	11,3%	11,4%	11,5%	11,3%
FCFF		9,6%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%	8,8%
Deuda/Patrimonio	13.523.316	10.648.289	10.465.098	8.354.113	4.912.656	4.195.565	9.091.475	4.801.615	3.791.546	4.083.189	4.571.472	5.005.732	5.521.019	6.010.419
Beta apalancado	8,97%	12,18%	13,15%	15,41%	19,53%	23,94%	25,69%	29,09%	32,94%	36,45%	39,60%	42,33%	44,60%	46,40%
Valor Terminal	1,14	1,16	1,17	1,18	1,21	1,24	1,25	1,27	1,27	1,29	1,31	1,33	1,33	1,30
V/N de los FCFF	13.523.316	9.725.834	8.737.903	6.387.023	3.448.511	2.709.583	5.396.260	2.626.528	1.916.728	1.909.163	1.944.811	1.981.916	2.020.000	2.060.000
Valor de Mercado (Miles)	250.862.764	399												
Precio acción (Modelo)	348	Precio acción al 15-11-13												
Precio Acción (BVS)														
[En miles de Pesos chilenos-M\$]														
Balance Sheet														
Activos Corrientes	108.991.044	125.389.171	129.927.560	134.664.855	140.891.858	149.448.480	158.527.384	170.403.397	185.553.714	202.619.437	221.151.482	241.273.401	269.042.795	
Activos Fijos (Bruto)	92.667.555	110.579.158	122.567.160	135.499.237	150.549.131	168.759.332	188.813.420	205.037.548	224.691.406	246.519.976	270.133.842	295.055.472	301.045.748	
Depreciación	-14.711.145	-18.178.931	-21.783.370	-25.536.951	-29.456.608	-33.546.935	-37.840.424	-42.093.749	-47.093.099	-52.101.574	-57.401.642	-63.025.732	-69.010.819	
Activos Fijos (Neto)	77.956.411	92.400.227	100.783.790	109.962.286	121.092.523	135.210.397	150.972.996	162.889.800	177.598.307	194.418.402	212.732.192	232.669.740	232.034.928	
Activos Totales	186.947.455	217.789.399	230.711.350	244.621.141	261.987.381	284.658.877	303.500.380	333.093.197	363.152.022	397.037.839	433.883.674	473.943.141	501.077.723	
Pasivos Corrientes	54.355.252	34.672.127	35.927.065	37.237.003	38.958.870	41.324.914	43.835.377	46.599.249	56.851.627	65.347.766	75.078.552	86.220.766	101.204.586	
Pasivos No corrientes (Deuda)	13.211.998	15.072.217	21.150.655	24.094.131	29.787.951	39.751.897	51.318.543	57.599.051	69.023.690	82.179.267	95.848.861	109.990.241	106.700.787	
Total Pasivos	67.567.250	49.744.344	57.077.720	61.331.134	68.746.821	81.076.811	95.153.920	107.538.300	125.875.317	147.527.033	170.927.414	196.211.007	207.905.373	
Capital	3.471.453	4.248.732	8.497.464	12.746.197	16.994.929	21.243.661	25.492.393	30.165.999	35.306.965	40.962.027	47.182.596	54.025.222	61.552.110	
Reservas	24.421.117	32.293.668	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	28.357.393	
Utilidades retenidas	90.666.366	131.604.238	136.778.773	142.186.417	147.888.238	153.981.012	160.406.674	167.031.505	173.612.347	180.191.386	187.416.272	195.249.520	203.262.848	
Participaciones No Controladoras	821.268	-101.584												
Patrimonio Total	119.380.205	168.045.054	173.633.630	183.290.007	193.240.560	203.582.066	214.346.460	225.554.897	237.276.704	249.510.806	262.956.261	277.732.134	293.172.351	
Estado de Resultados														
Ingresos Operacionales	71.701.853	78.207.432	85.325.217	93.969.178	104.922.210	117.153.863	132.558.311	151.940.923	174.647.594	200.653.988	230.432.504	241.293.986		
Costos Operacionales	-62.419.964	-68.040.466	-74.232.939	-81.753.185	-91.282.322	-101.923.860	-116.651.314	-135.227.421	-157.182.834	-180.588.571	-207.389.254	-217.164.588		
Depreciación	-3.467.786	-3.604.440	-3.753.580	-3.916.657	-4.095.327	-4.291.489	-4.507.325	-4.745.350	-5.008.475	-5.300.076	-5.624.082	-5.985.087		
Ganancia Bruta (EBIT)	5.814.102	6.562.527	7.338.698	8.299.336	9.544.560	10.938.513	11.999.673	11.968.152	12.456.284	14.765.321	17.419.168	18.144.311		
Intereses	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244	-1.918.244		
Otros Ingresos/costos	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079	6.961.079		
Ganancia antes de impuestos	10.856.938	11.605.362	12.381.534	13.342.172	14.587.396	15.981.349	16.442.508	17.010.987	17.499.120	18.808.157	22.462.004	23.187.147		
Impuestos	-2.265.399	-2.901.341	-3.095.388	-3.335.543	-3.646.849	-3.995.337	-4.410.627	-4.252.747	-4.374.780	-4.952.039	-5.615.501	-5.796.787		
Utilidad después de impuestos	8.591.539	8.704.022	9.286.150	10.006.629	10.940.547	11.986.012	12.331.881	12.758.240	13.124.340	14.856.118	16.846.503	17.390.360		
Dividendos pagados	3.382.403	3.529.486	3.878.408	4.304.888	4.847.773	5.470.350	5.297.049	6.177.399	6.545.300	7.631.232	8.913.255	9.477.032		
Adición de Utilidades retenidas	5.209.137	5.174.535	5.407.644	5.701.821	6.092.774	6.515.661	6.534.832	6.580.841	6.579.040	7.224.885	7.933.248	7.913.328		
Hijo de Caja														
Ganancia Bruta después de impuestos	4.360.577	4.921.895	5.504.024	6.224.502	7.138.420	8.203.885	9.549.755	11.114.114	12.976.114	15.173.991	17.723.376	20.664.376		
+ Depreciación	3.467.786	3.604.440	3.753.580	3.916.657	4.095.327	4.291.489	4.507.325	4.745.350	5.008.475	5.300.076	5.624.082	5.985.087		
Ganancia/Perdidas de Capital	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067	16.471.067		
Δ Capital de Trabajo	-36.081.252	-2.838.341	-2.927.146	-3.935.315	-5.256.782	-8.890.964	-5.340.440	-7.041.415	-7.244.178	-7.409.697	-7.527.244	-7.596.637		
Inversión fija (Capex)	-17.911.603	-11.510.772	-12.336.426	-14.322.799	-17.285.377	-18.939.912	-15.096.231	-18.349.501	-19.786.031	-21.352.248	-23.060.810	-3.893.720		
Aumentos de Capital	43.216.740													
FCFF	13.523.316	10.648.289	10.465.098	8.354.113	4.912.656	4.195.565	9.091.475	4.801.615	3.791.546	4.083.189	4.571.472	5.005.732	5.521.019	6.010.419

Tabla 20: Valoración CECSA + Control

12.27 Anexo AA: Fuentes de sinergia, mayores antecedentes

La incidencia de las sinergias en términos cuantitativos, se estimó en aumentos de ingresos y disminuciones de costos. Éstos van desde un 0,1% para las de menor relevancia, hasta un 6% en los casos de mayor trascendencia. Los impactos porcentuales en los ingresos o costos menores a 1,5%, aunque importantes, se consideran de menor incidencia. Cada punto porcentual de aumento representa un peso mayor (por impacto real o potencial) de la sinergia analizada en los resultados de la adquisición. A continuación se entregan mayores antecedentes para su valoración:

Valor por Control

- **Reconocimiento de marca**
EISA es altamente reconocida y valorada a nivel nacional. El reconocimiento y prestigio en Colombia dependerán del buen manejo e inserción en el mercado que se logre a partir de la base que tiene CECSA en ese país. Las estimaciones de aumento en ingresos debido a este ítem se consideran menores (del orden de 0,1%) y a largo plazo.
- **Dividendos**
Esta sinergia viene dada por la capacidad de la empresa conjunta de generar un mayor crecimiento gracias a la reinversión. Este capital permitiría aumentos de los ingresos estimados en 0,15%.

Sinergias Operativas

- **Ventas Cruzadas**
Si se logran los objetivos de integración entre ambas empresas, este ítem presenta un potencial importante de crecimiento. La apertura a nuevos mercados representa oportunidades de aumento en los ingresos que se estiman cercanas al 2% y con capacidad de triplicar esa cifra una vez que EISA logre manejar los canales de venta que posee CECSA y a su vez se aprovechen los canales de EISA para encausar las ventajas de CECSA.
- **Internacionalización**
La expansión hacia nuevos países daría pie a un fortalecimiento de la firma. La entrada de forma fuerte al mercado colombiano sería un primer paso para instalarse a gran escala en otros países vecinos. Esto podría traer considerables incrementos en los ingresos (del orden del 3%) a mediano y largo plazo.
- **Backlog**
El importante backlog de proyectos que ostenta CECSA, hace prever un significativo aumento de ingresos (estimado en un 4%) que podría

verse reflejado a partir de dos años. Este incremento se mantendría por los siguientes años, entregando un “colchón” de proyectos de relevancia a EISA en el mediano plazo.

- **Tecnología**

Gracias al empleo de nuevas tecnologías, los costos de EISA podrían sufrir reducciones en el corto plazo. En promedio, se estima que entre los costos de implementar estos avances y las mejoras en productividad, los costos operacionales de la compañía podrían reducirse en un 1%.

- **Economías de escala**

Las sinergias estimadas por este ítem contemplan reducciones de costos por el empleo de economías de escala en variados ámbitos. Algunos de ellos son: reducción de personal duplicado, pactos con proveedores, gastos generales, etc. Entre ellos, los costos podrían llegar a reducirse en cifras en torno al 2%.

Sinergias Financieras

- **Apalancamiento**

La posibilidad de optar a mejores créditos dada al bajo nivel de endeudamiento de CECSA, permite mayores alternativas de inversión para EISA. Se estima que esta capacidad sería aprovechada, mejorando los ingresos en cifras del orden del 1%.

- **Activos Fijos**

La gran capacidad de EISA de generar ingresos a partir de sus activos fijos, reflejada en su ratio de rotación de activos de LP, permite pensar en mejoras a los números de CECSA en este ámbito. Dichos avances se reflejarían en los ingresos, incrementándolos en torno al 3%.

- **Liquidez**

El aparente exceso de liquidez de CECSA otorga oportunidades de invertir de mejor forma esos recursos y generar mayores utilidades para EISA producto de ello. Al respecto, se espera incrementar los ingresos en cifras en torno al 1% a partir del segundo año después de la compra.

Riesgos

- **Mercado**

Los riesgos del mercado son variables y difíciles de estimar, ya que responden a causas externas a la compañía. A pesar de todo, los estudios de mercado realizados al respecto permiten prever un buen escenario. De acuerdo a lo anterior, se estima como precaución, un impacto negativo en los ingresos del 3%.

- ***Management***

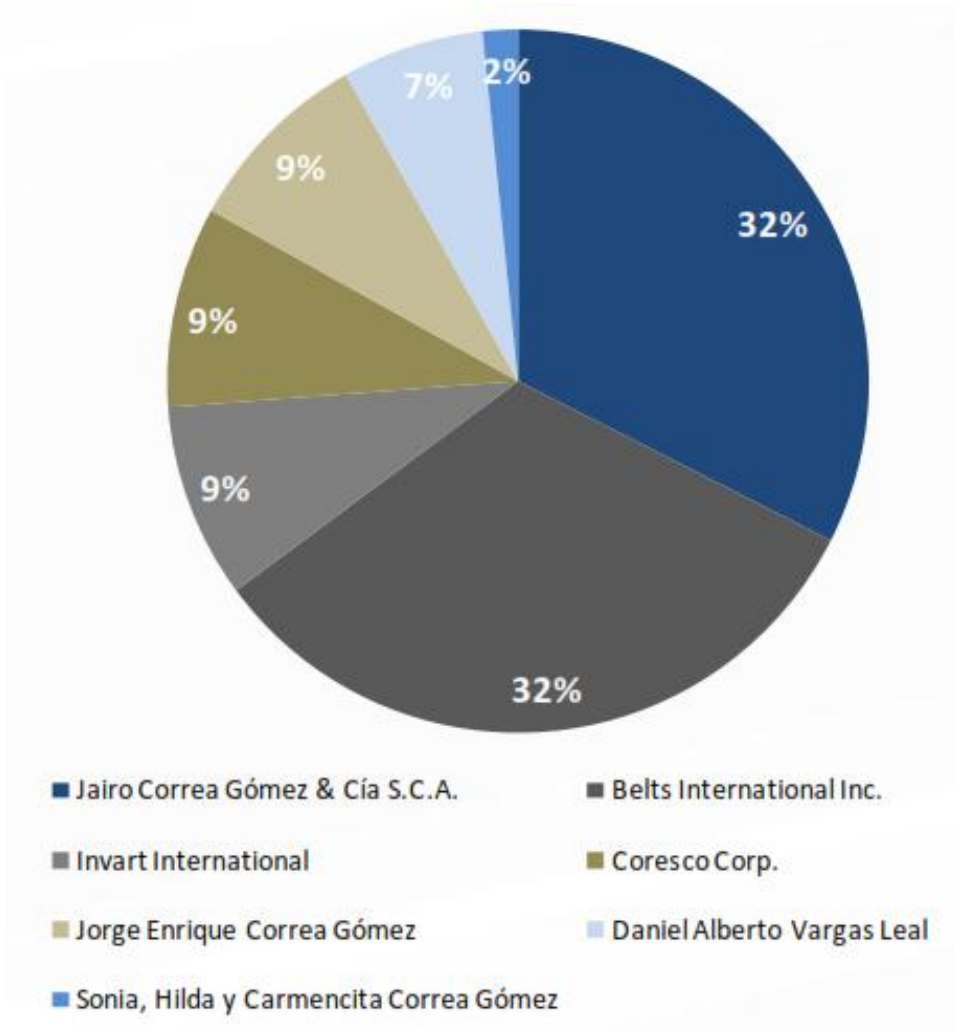
Este aspecto resulta fundamental a la hora de operar en el extranjero. La plana mayor de CECSA tiene experiencia relevante en el mercado colombiano y representa uno de los valores fundamentales que EISA debe manejar. Se considera un margen negativo de un 4% de los ingresos como forma de prever migraciones no estipuladas.

12.28 Anexo AB: Cuantificación de sinergias y otros costos

Impacto por Control y Sinergias		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Valor Terminal
Año		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
(En Miles de Pesos chilenos -M\$)												
Cambio de Management- Valor por Control												
Reconocimiento de marca												
Pago de dividendos		370.327	425.876	489.758	563.221	630.808	693.889	749.400	809.352	874.100	944.028	986.509
Total Valor por Control		370.327	425.876	489.758	563.221	630.808	693.889	749.400	809.352	874.100	944.028	986.509
Sinergias Operativas												
Ventas cruzadas (Incremento en Ingresos)		4.937.697	5.678.351	6.530.104	7.509.619	8.410.773	9.251.851	9.991.999	10.791.359	11.654.668	12.587.041	13.153.458
Internacionalización (Incremento en Ingresos)												
Backlog (Incremento de Ingresos)				13.060.207	15.019.238	16.821.547	18.503.702	19.983.998	21.582.718	23.309.335	25.174.082	26.306.916
Tecnologías (Reducción de Costos)		542.399	625.508	721.347	831.863	934.278	1.027.706	1.109.922	1.198.716	1.294.614	1.398.183	1.462.562
Economías de escala (Reducción de costos)		4.400.624	5.074.914	5.852.476	6.749.122	7.580.043	8.338.048	9.005.091	9.725.499	10.503.539	11.343.822	11.866.148
Total Incremento de Ingresos		4.937.697	5.678.351	19.590.311	22.528.858	25.232.320	27.755.552	44.963.995	48.561.115	52.446.004	56.641.684	59.190.560
Total Reducción de Costos		4.943.023	5.700.422	6.573.823	7.580.985	8.514.321	9.365.754	10.115.014	10.924.215	11.798.152	12.742.004	13.328.710
Sinergias Financieras												
Apalancamiento (Incremento de Ingresos)		2.468.848	2.839.175	3.265.052	3.754.810	4.205.387	4.625.925	4.995.999	5.395.679	5.827.334	6.293.520	6.576.729
Rotación de Activos Fijos (Incremento de Ingresos)		7.406.545	8.517.526	9.795.155	11.264.429	12.616.160	13.877.776	14.987.998	16.187.038	17.482.001	18.880.561	19.730.187
Liquidez (Incremento de Ingresos)				3.265.052	3.754.810	4.205.387	4.625.925	4.995.999	5.395.679	5.827.334	6.293.520	6.576.729
Total Sinergias Financieras		9.875.393	11.356.702	16.325.259	18.774.048	21.026.934	23.129.627	24.979.997	26.978.397	29.136.669	31.467.602	32.883.644
Riesgos												
Mercado (Reducción de Ingresos)		7.406.545	8.517.526	9.795.155	11.264.429	12.616.160	13.877.776	14.987.998	16.187.038	17.482.001	18.880.561	19.730.187
Management (Reducción de Ingresos)		9.875.393	11.356.702	13.060.207	15.019.238	16.821.547	18.503.702	19.983.998	21.582.718	23.309.335	25.174.082	26.306.916
Total Reducción de Ingresos		17.281.938	19.874.228	22.855.363	26.283.667	29.437.707	32.381.478	34.971.996	37.769.756	40.791.336	44.054.643	46.037.102
Costos de Tramitación e Integración												
Año		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Valor Terminal
(En Miles de Pesos chilenos -M\$)												
Costos de Tramitación												
Costos de Implementación												
Precio de Adquisición												
Costos Totales de Adquisición e Implementación		309.159.212	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Tabla 23: Cuantificación de sinergias identificadas

12.29 Anexo AC: Estructura de propiedad y control Construcciones El Cóndor S.A.



Fuente: Construcciones El Cóndor

Gráfico 18: Estructura de propiedad y control Construcciones El Cóndor S.A.

12.30 Anexo AD: Estudio sobre porcentajes de primas pagados en adquisiciones, industria de la construcción

15-17		Construction		
		Range = 0.0% to 74.4%	Median = 22.2%	Average = 28.6%
15	<u>Building Construction</u>			
		Range = 0.0% to 15.6%	Median = 7.8%	Average = 7.8%
1521	03/12/12	TR Shoji YK (Yasuragi Co., Ltd.)	-97.9%*	
1521	03/05/12	GreenHouse Holdings, Inc.	-77.1%*	
1522	09/08/11	Forever Prosperous Pte Ltd. (PT Royal Oak Development Asia Tbk)	0.0%	
1531	03/12/12	MARUSEI Co., Ltd.	-98.3%*	
1542	08/18/11	Sunway Holdings Bhd.	15.6%	
16	<u>Heavy Construction</u>			
		Range = 2.6% to 55.3%	Median = 22.2%	Average = 26.7%
1611	10/05/11	ConnectEast Group	22.2%	
1629	12/01/11	Global Industries Ltd.	55.3%	
1629	11/11/11	CPB Equity Co. Ltd. (Christiani & Nielsen Thailand Public Co. Ltd.)	2.6%	
17	<u>Construction - Special Trade Contractors</u>			
1711	04/21/11	Eaga PLC	30.4%	
1731	07/05/11	EnergyConnect Group, Inc.	74.4%	

Fuente: Mergerstat

Tabla 24: Primas pagados en otras adquisiciones, industria de la construcción

12.31 Anexo AE: Carta Gantt plan de integración EISA-CECSA

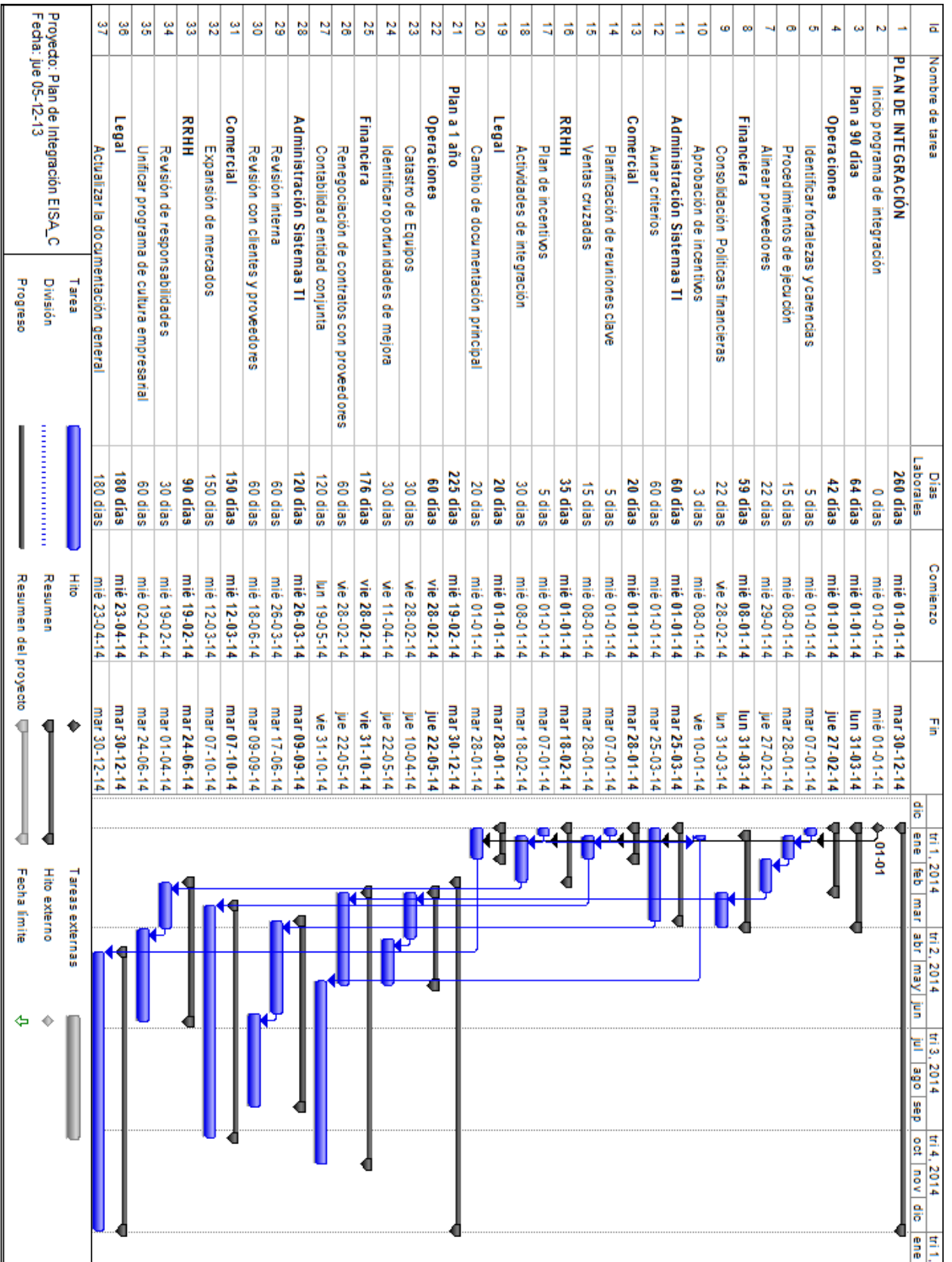


Tabla 25: Carta Gantt plan de integración EISA-CECSA