



VALORACION DE BESALCO Mediante (Flujo De Caja Descontado)

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Anne-Carole Huc
Profesor Guía: Arturo Rodriguez**

Santiago, Septiembre 2014

TABLA DE CONTENIDO

1. RESUMEN EJECUTIVO.....	4
2. METODOLOGÍA.....	6
2.1 VALORACIÓN DE EMPRESA.....	6
2.2 OBJETIVOS DE LA VALORACIÓN.....	6
2.3 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.....	7
2.4 EL MÉTODO DE MÚLTIPLOS.....	8
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	11
3.1 FILIALES.....	14
3.2 PROPIEDAD.....	15
3.3 DESCRIPCION DEL NEGOCIO.....	15
3.4 MODELO DE NEGOCIO.....	16
3.5 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y POSICIONAMIENTO.....	17
3.6 BENCHMARK.....	19
4. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....	23
5. ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	24
6. ESTIMACIÓN COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	25
6.1 BETA PATRIMONIAL DE LA ACCIÓN POR EL MODELO DE MERCADO.....	25
6.2 COSTO DE LA DEUDA (k_b)	25
6.3 BETA DE LA DEUDA (β_b)	27
6.4 BETA DE LA ACCIÓN $(\beta_p^{C/D})$	27
6.5 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA $(\beta_p^{S/D})$	28
6.6 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA $(\beta_p^{C/D})$	28
6.7 COSTO PATRIMONIAL (k_p)	29
6.8 COSTO DE CAPITAL (k_0)	29
7. ANALISIS OPERACIONAL DE NEGOCIO E INDUSTRIA.....	30

7.1 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA PARA LOS AÑOS 2013-2017.....	31
8. ANALISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN	38
9. ANALISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES	40
10. ANALISIS DE ACTIVOS	41
11. PROYECCIÓN DE EERR	42
11.1 PROYECCIÓN DE COSTOS OPERACIONALES	43
11.2 PROYECCIÓN DE RESULTADO NO OPERACIONAL.....	43
11.3 GANANCIAS ANTES DE IMPUESTOS.....	44
11.4 IMPUESTOS	44
11.5 GANANCIA	44
11.6 EERR PROYECTADOS.....	45
12. FLUJO DE CAJA LIBRE	46
13. VALORACIÓN ECONOMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN	48
14. CONCLUSIÓN	49
15. Anexos:.....	50

1. RESUMEN EJECUTIVO

En el presente estudio, se realizó una valoración económica con el método de Flujo de Caja Descontado de los activos de Besalco S.A..

La empresa chilena Besalco es un holding de empresas del sector construcción con variadas actividad en obras civiles, montaje industrial, servicios de maquinaria, desarrollo de proyectos inmobiliarios y concesiones. La empresa controla sus principales filiales a través del capital y a su vez participa en diversos consorcios creados para proyectos específicos.

Desde el año 2010, la empresa ha implementado una estrategia de diversificación de su actividad ampliando las operaciones hacia servicios relacionados a grandes obras de infraestructura relacionada a proyectos mineros y forestales. Esto a involucrando el desarrollo de contratos de largo plazo requiriendo más especialidad técnica. En línea con lo anterior, la compañía ha logrado generar mayor diversificación de sus ingresos acompañado de una política financiera relativamente conservadora para tener márgenes estables en el tiempo. Durante el 2012 se realizó la venta de las sociedades concesionarias Autopista Interportuaria y Variante Melipilla. Esta operación le permitió generar capacidad para el desarrollo de nuevos proyectos de desarrollo internacional y en el área de la energía con la nueva filial "Energía renovables".

Si bien hasta el año 2012 el aumento en el nivel de deuda consolidada ha ido en línea con el crecimiento de los negocios y el aumento en los ingresos del periodo, el año 2013 mostro resultados negativos. La deuda financiera de la empresa ha ido progresando los últimos años, alcanzando un leverage de 2,67 en septiembre 2013. Además, la empresa cuenta con un ratio de deuda financiera a patrimonio de 1,15. Los flujos de la empresa se descontaron a una tasa de 7,7%, manteniendo una estructura de costos relativamente constante en el tiempo.

Con un β patrimonial de 1,21, aplicando una tasa de deuda (K_b) de 7,5%, el premio por riesgo de 7,2%, la tasa libre de riesgo (R_f) 2,58%, se obtuvo un costo patrimonial (K_P) de 11% y un costo de Capital ($WACC$) de 9,3%. A partir del Flujo de Caja Descontado, se alcanzo el precio de 532 pesos por acción, valor inferior al valor observado de 681

pesos. Por lo cual podemos concluir que la acción se encuentra sobrevalorada. Al 30 de septiembre del 2013, la acción Besalco presentó un down side de más de 22%.

El precio obtenido en la valoración es cercano al precio actual en 2014 de la acción Besalco, con un supuesto de tasa de crecimiento de 0%. Por lo tanto, podemos concluir que la tasa real de crecimiento es de 0% y que las perspectivas de ganancias serán un resultado de los diferentes proyectos y contratos obtenidos (backlog por sector económico).

2.METODOLOGÍA

2.1 VALORACIÓN DE EMPRESA

La valoración de una empresa va más allá de las consideraciones puramente financieras que representan los balances y los estados de resultados. El potencial del mercado, el perfil de la empresa, la fase de desarrollo de la empresa, las barreras para el desarrollo, las barreras de entrada al mercado, los factores claves de éxito, en resumen, son los factores más cualitativos y cuantitativos que influye de manera significativa en la valoración final de la empresa.

Para aplicar el ejercicio de valoración a una empresa es necesario tomar en cuenta los distintos alcances y significado del concepto de valor considerando: 1) el valor de patrimonio o libro definido como el número de acciones en circulación de la empresa, 2) el valor de Mercado que implica el precio transado en bolsa de la acción de la compañía el mercado y por ultimo 3) el valor económico correspondiente al monto potencial por cual podría ser vendido un activo entre interesados bajo condiciones de independencia.

Existen varias técnicas de valoración. Los profesionales utilizan una serie de métodos y modelos que encontramos de manera más o menos prominente en cualquier valoración de la empresa. Por lo tanto, el problema en aplicar un u otro método de valoración se basa menos en la aplicación de un método, pero en la selección de este en la medida en cada método se adecuada para un perfil de negocio.

2.2 OBJETIVOS DE LA VALORACIÓN

La valoración de una empresa permite calcular el valor económico o financiero de una empresa a la luz de los datos contables históricos y el potencial de desarrollo de la empresa. Sin embargo, el propósito de la valoración no es siempre el mismo para todas las empresas y por lo tanto la técnica utilizada también puede ser diferente. Existe una distinción entra la valoración patrimonial, realizada por el empresario para

evaluar sus activos en el tiempo T, y aplicar la valoración de un activo con el objetivo de realizar operación de fusión-adquisición; o la valoración de una "start-up" para adquirir una participación o la compra de participaciones de una empresa en una fase "pre-IPO" que basándose principalmente en la creación de valor potencial de la compañía.

Sea cual sea la fase de desarrollo, el sector, el potencial de crecimiento de la empresa, la valoración debe permitir evaluar económicamente el monto que se debe pagar por persona física o jurídica para adquirir el 100% de la compañía.

De hecho, hay dos enfoques principales para la evaluación de una empresa a partir de la valoración de los flujos futuros generados por la empresa y la valoración con un enfoque comparativo a través de los múltiplos de las empresas de un mismo sector.

2.3 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

El método de valoración de la empresa por flujo de caja descontado (el "FCD") se basa en la idea de que el valor económico del activo es igual a la cantidad de flujo de caja futuro de la Empresa actualizado de acuerdo a su riesgo.

El método de valoración por FCD es uno de los más utilizados ya que sirve como base para otros métodos de valoración como por opciones. La metodología del FCD toma en cuenta un horizonte de tiempo determinado que luego se descuenta para obtener el valor presente. A su vez, estos flujos de caja se evalúan a un mayor horizonte de proyección para determinar la perpetuidad del crecimiento de los flujos. Por su composición metodológica, la tasa de descuento juega un rol crucial en el FCD ya que determina la sensibilidad de la valoración. La tasa de descuento utilizada es WACC Coste Medio Ponderado de Capital. Se calcula de la siguiente manera:

- los flujos de caja descontados tomando en cuenta un horizonte explícito (visibilidad de la empresa);

- el valor “terminal” actualizada a partir de la estimación de un tasa de crecimiento al infinito;
- El valor de los capitales propios, la “equidad”¹, que es la diferencia entre el valor de los activos económicos obtenidos y el valor de la deuda financiera neta y el banco y posiblemente otros elementos. Si la empresa no cuenta con deuda y es financiada al 100% con su patrimonio, se descontaran los flujos de caja totales a una tasa de costo de capital sin deuda.

Esta metodología incluye también el análisis de factores económicos de la industria y de las tendencias macroeconómicas. Estos influyen directamente en el ejercicio de proyección de los distintos elementos que impactan en los flujos de la empresa.

Para lograr exitosamente el método de FCD se debe tomar en cuenta la estructura de capital objetivo de largo plazo. Luego para determinar el valor completo de la empresa se debe adicionar los activos prescindibles y ajustarlos en el caso de exceso o de déficit de capital de trabajo dependiendo de la situación de la empresa.

La principal ventaja de este método es su simplicidad debido a que el FCF se calcula fácilmente a partir de los datos de la empresa. Sin embargo, dada la importancia de evaluar el flujo de efectivo en el año n (que cuenta como se ve en el medio de recuperación final), no se puede utilizar esta fórmula de provisiones demasiado lejos (FCF evaluación n es irrelevante y distorsionan valoración).

2.4 EL MÉTODO DE MÚLTIPLOS

El segundo método de valoración, es el método de múltiplos que permite un acercamiento analógico que compara la compañía con otras empresas del mismo sector. Es claro que el método FCD no es 100% exhaustivo. Se complementa sistemáticamente mediante métodos comparativos que evalúan la empresa a la luz de su industria y sus competidores.

¹ Pierre Vernimmen “La pratique de l’évaluation de l’entreprises” in « Finance d’entreprises »

El enfoque comparativo se basa de hecho en los siguientes elementos para valorar un negocio:

- Transacciones comparables, es decir, en qué y qué valoración múltiplos de compañías similares que han sido vendidos.
- Las empresas con un perfil similar en términos de tamaño, el riesgo de mercado...
- Los índices de referencia como el IGPA, IPSA
- Un negocio teniendo en cuenta que la empresa tiene características representativas de un área.

A partir de los datos del "sector analizado", se determinarán el promedio de una serie de ratios que evaluará la compañía. Los ratios son muy variados. Los principales para evaluar la ganancias son: Precio de la acción/Utilidad (PU o PE), Valor/EBIT, Valor/EBITDA, Valor/Flujo de Caja. Para comparar el valor también se toma en cuenta los múltiplos de valor libro (precio acción/ valor libro de la acción...) o para comparar las ventas con el ratio precio de la acción versus ventas por acción entre otros.

El enfoque comparativo es más fácil de usar para las sociedades cotizadas, debido al grado de transparencia de la información.

Si se usa ampliamente hoy en día, y debido a que el enfoque comparativo es muy sensible al mercado. Refleja un precio de mercado superior al valor contable de la empresa. Se fija un tiempo t , el precio que un comprador está dispuesto a pagar para adquirir una empresa que opera en un sector en particular. En otras palabras, ayuda a dar el precio de mercado de una empresa en un momento dado. La ventaja es obtener una valoración realista que tenga en cuenta las condiciones del mercado y la desventaja es obtener una valoración que puede cambiar significativamente de un período a otro.

La dificultad de este método reside en la investigación y el uso de criterios uniformes en cuanto a la toma de muestras. Es importante considerar que período de tiempo, las empresas muy similares, el riesgo de obtener una valoración completamente

distorsionada. Para conseguir una buena recuperación y reflejar la mayoría de los elementos contables del "grupo de pares" profesionales utilizan muchas relaciones e índices de recuperación que presentamos ahora.

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Razón Social	Bezanilla Salinas - Construcciones S.A.
Rut	92.434.000-2
Nemotécnico	BESALCO
Industria	Construcción e ingeniería

Besalco S.A. es una empresa chilena del sector de ingeniería y construcción. Sus actividades están estructuradas en 5 áreas de negocio:

- 1) “Construcciones y Montajes” incluye proyectos de construcción de túneles, obras viales y instalaciones industriales, así como el desarrollo de la infraestructura privada. También ofrece apoyo técnico a los diferentes proyectos industriales. Además, la compañía opera otros negocios, como la consultoría o servicios de carga aérea.
- 2) “Inmobiliaria” comprende la construcción, promoción y venta de propiedades residenciales.
- 3) “Maquinaria” proporciona servicios de arrendamiento de equipo de construcción y maquinaria pesada.
- 4) “Concesiones y energía” gestiona los contratos de concesión de obras públicas y privadas, tales como los proyectos de ingeniería, construcción y mantenimiento de obras viales y embalses hidráulicos, entre otros.
- 5) Negocios internacionales incluye el desarrollo de proyectos internacionales, donde se destaca la filian Besco con actividades en Perú.

La compañía Besalco S.A. inicio sus actividades el 27 de marzo de 1944 como sociedad de responsabilidad limitada, con su socio fundador Víctor Bezanilla Salinas. Ulteriormente, en febrero de 1965, se constituyó en Sociedad Anónima. En el año

1995, Besalco S.A. hizo su ingreso en la Bolsa, logrando ser la primera Constructora del país en cotizar sus títulos en el mercado accionario. El crecimiento orgánico de la Empresa se ha materializado a través de la apertura a las especialidades, organizadas en áreas que han dado espacio a asociaciones de diferentes tipos. (Consortios, cuentas en participación, subcontratos, etc.).

Regulación:

La empresa, por el hecho de ser sociedad anónima abierta, y por expresa disposición de la ley que permitió su creación, está sujeta a la acción reguladora y fiscalizadora de la Superintendencia de Valores y Seguros. Sin embargo, las autoridades técnicamente responsables de la regulación del sector construcción en Chile son el Ministerio de vivienda y urbanismo y el Ministerio de Obras publicas. A continuación, se detallan las leyes y regulación que impactan directamente empresas del rubro de la construcción:

Norma	Título	Publicación
Ley 16391	Crea el Ministerio de Vivienda y Urbanismo.	16-dic-65
Decreto 458	Ley General de Urbanismo y Construcciones.	13-abr-76
Decreto 355	Reglamento Orgánico de los Servicios de Vivienda y Urbanización.	04-feb-77
DL 2833	Simplifica trámites de transferencia de dominio y constitución de gravámenes y prohibiciones en sitios ubicados en poblaciones de propiedad de los Servicios de Vivienda y Urbanización.	05-sep-79
Ley 18138	Faculta a las municipalidades para elaborar y desarrollar programas de construcción de viviendas e infraestructuras sanitarias.	25-jun-82
Decreto 62	Reglamenta sistema de postulación asignación y venta de viviendas destinadas a atender situaciones de marginalidad habitacional. Ministerio de Vivienda.	20-jun-84
Decreto 140	Reglamenta programa de viviendas progresivas. Ministerio de Vivienda.	22-oct-90
Decreto 47	Fija nuevo texto de la Ordenanza General de Urbanismo y	05-jun-92

	Construcciones.	
Decreto 114	Reglamenta programa de pavimentación participativa.	11-ago-94
Ley 19472	Normas relativas a la calidad de la construcción.	16-sep-96
Ley 19525	Regula sistemas de evacuación y drenajes de aguas lluvias.	10-nov-97
Decreto 20	Crea Comisión Asesora Directorio Programa Chile Barrio	21-mar-98
Ley 19622	Establece la deducción de los dividendos hipotecarios de la base imponible del impuesto a la renta que afecta a las personas naturales.	29-jul-99
Ley 19865	Financiamiento Urbano Compartido.	01-abr-03
Decreto 236	Aprueba bases generales reglamentarias de contratación de obras para los Servicios de Vivienda y Urbanización.	01-jul-03
Resolución 192	Aprueba las bases generales del concurso público Fondo Concursable para Proyectos Habitacionales Solidarios.	16-mar-04
Ley 20071	Crea y regula el Registro Nacional de Revisores Independientes de Obras de Edificación.	22-nov-05
Decreto 174	Reglamenta Programa Fondo Solidario de Vivienda. Ministerio de Vivienda.	09-feb-06
Ley 20103	Faculta para regularizar construcciones en inmuebles en los que funcionen jardines infantiles en el plazo que indica.	16-may-06
Ley 20251	Establece un procedimiento simplificado para los permisos de edificación de viviendas sociales.	04-mar-08
Ley 20324	Regulariza la construcción de bienes raíces urbanos sin recepción definitiva destinados a equipamiento de deporte y salud.	28-ene-09
Ley 20325	Exime a la construcción de establecimientos penitenciarios del permiso de la Dirección de Obras Municipales.	28-ene-09
Ley 20356	Establece un nuevo plazo para regularizar construcciones en inmuebles en los que funcionen jardines infantiles.	18-jun-09
Decreto 1	Reglamento del Sistema Integrado de Subsidio Habitacional y deroga el DS N° 40 de 2004 y el Capítulo Segundo del DS N° 174 de 2005.	06-jun-11

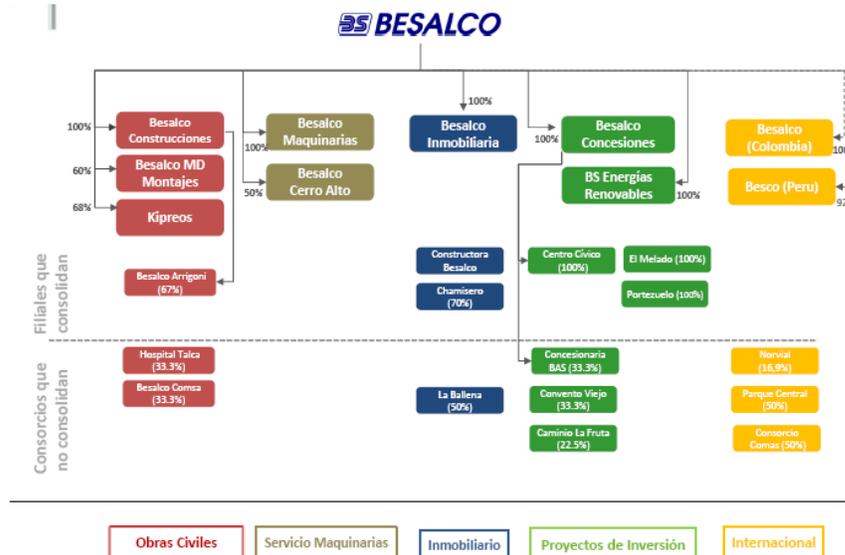
	Ministerio de Vivienda.	
--	-------------------------	--

3.1 FILIALES

En los siguientes esquemas se resume el número de filiales por nombre, sector y actividad:

Negocio	Filial	Actividad
Obras civiles	Besalco MD Montajes S.A	Estudio, elaboración y ejecución de proyectos de montaje industrial.
Obras civiles	Kipreos Ingenieros S.A	Servicio de Transporte y Trabajos Aéreos.
Obras civiles	Servicios Aéreos Kipreos S.A.	Servicio de Transporte y Trabajos Aéreos.
Obras civiles	Besalco Construcciones S.A	Ejecución de toda clase de obras civiles de construcción, de ingeniería y de arquitectura, instalaciones y líneas.
Servicio maquinarias	Besalco Maquinarias S.A.	Presentación de servicios a la industria minera de operación y arrendamiento de equipos y maquinarias.
Servicio maquinarias	Besalco - Cerro Alto S.A.	Prestación de servicios a la minería: obras de movimiento de tierra, perforación...
Inmobiliario	Besalco Inmobiliaria S.A	Construcción de viviendas e inversión en bien raíz.
Proyectos de inversión	Consorcio Const. Ferrovial Agroman Besalco Ltda.	Ejecución de los trabajos comprendidos en las licitaciones del METRO S.A..
Proyectos de inversión	Consorcio Constructor Embalse El Bato Ltda.	Construcción de obras civiles del Embalse El Bato
Proyectos de inversión	Consorcio Hospital de Puerto Montt S.A	Ejecución de todas las obras licitación pública del contrato "Construcción del nuevo Hospital de Puerto Montt".
Proyectos de inversión	Besalco Energía Renovable S.A.	Puesta en marcha y operación de proyectos de energía renovable.
Proyectos de inversión	Besalco Concesiones S.A.	Ejecución de obras de infraestructura: obras viales, portuarias, aeroportuarias, de aguas y servicios sanitarios.
Internacional	Besco S.A. (Perú)	Exportaciones y comercialización de productos o servicios de construcción e ingeniería y montaje.
Internacional	Besalco S.A. Agencia en la República Argentina	Obras de infraestructura, inmobiliario, viviendas, obras sanitarias, aguas subterráneas, montaje, túneles

A continuación se detalla la estructura societaria:

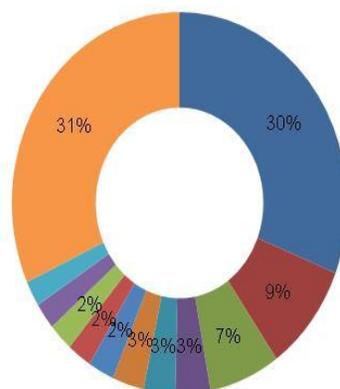


3.2 PROPIEDAD

Las personas naturales indicadas a continuación son el controlador de la sociedad, en atención a su grado de parentesco, se presume un acuerdo de actuación conjunta según los términos descritos en la Ley 18.045. Las personas naturales mencionadas controlan directamente o bien a través de personas jurídicas el 60,17% de las acciones suscritas y pagadas de Besalco S.A. al 30 de septiembre del 2013.

NOMBRE	RUT
Víctor Bezanilla Saavedra	5.632.977-3
Raúl Bezanilla Saavedra	6.972.176-1
Rodrigo Bezanilla Saavedra	6.348.909-3
Paulo Bezanilla Saavedra	7.060.451-5
Adriana Bezanilla Saavedra	7.060.458-2
Isabel Bezanilla Saavedra	5.716.215-5
María Elena Bezanilla Saavedra	5.716.140-k
Francisco Bezanilla Saavedra	7.012.003-8

Los 12 principales accionistas de la empresa son:



3.3 DESCRIPCION DEL NEGOCIO

Besalco ha desarrollado una gama de negocios en el sector construcción e inmobiliario. Su estrategia corporativa es impulsar cada una de las áreas y al mismo tiempo generar sinergias entre todas las áreas bajo la lógica de que cada proyecto debe autofinanciarse.

3.4 MODELO DE NEGOCIO

La empresa se organiza dentro de los siguientes sectores de negocios:

1. Obras Civiles:

La ejecución de contratos de obras civiles por parte de Besalco Construcciones y filiales se mantiene como la mayor actividad de Besalco. La ejecución de contratos de obras civiles, considera tanto clientes públicos como privados, entre ellos los Ministerios de Obras Publicas y de Salud, la Armada de Chile y Empresas de Ferrocarriles del Estado (EFE) entre otros.

Entre los distintos proyectos destacan la construcción de Hospitales Públicos en Copiapó, Talca y Puerto Montt así como la reconstrucción de las instalaciones portuarias de la Armada de Chile en Talcahuano y las recientes adjudicaciones de la Empresa de Ferrocarriles del Estado que se enmarcan dentro del Plan de mejoramiento de líneas, Proyecto Santiago-Rancagua Express. Destacamos, la entrega de los proyectos realizados en Codelco Andina y los puentes Coinco y El Tambo en la VI Región para el Ministerio de Obras Publicas.

2. Maquinarias

Corresponde a la actividad de dos sociedades. 1) Besalco-Maquinarias dedicada al transporte y chancado de minerales de cobre, hierro, sales minerales, hormigón premezclado y cosecha de bosques. 2) Besalco-Cerro Alto tiene como giro el transporte interno de material de baja ley de cobre a los depósitos establecidos para su proceso de extracción de cobre en Minera Escondida de BHP Billiton. Ambas empresas representan en su conjunto un 29% de la facturación consolidada de Besalco. Ambas empresas desarrollan un modelo de negocio único en Sudamérica que combina ingeniería de transporte, capital humano especializado, e inversiones en máquinas y equipos que se rentabilizan con contratos de largo plazo logrando eficiencia para los clientes.

3. Montaje industrial

A través de Besalco MD Montajes se realizan proyectos nichos en el cual se ejecutan contratos a la medida del cliente tomando en cuenta sus requisitos y aportando con ingeniería propia para mejorar algunos aspectos durante la ejecución las obras.

4. Inmobiliaria

Besalco Inmobiliaria es especialista en el diseño, construcción, y venta de casas y departamentos entre UF 1.000 y UF 11.000. Durante los últimos años ha ampliado su cobertura desde la ciudad de Santiago hacia la Quinta Región. Actualmente cuenta con proyectos en el desarrollo urbano de la zona de Chamisero, comuna de Colina y nuevas iniciativas como el proyecto Costa Laguna en la comuna de Puchuncaví, en la provincia de Valparaíso.

5. Internacional

La filial Besco en Perú es uno de los principales desarrolladores inmobiliarios en la ciudad de Lima orientado a segmentos de departamentos de precios promedio de US\$38.000 con acceso a subsidio del Gobierno tipo "Mi Vivienda". También ha desarrollado proyectos inmobiliarios cuyos precios promedio son de US\$150.000.

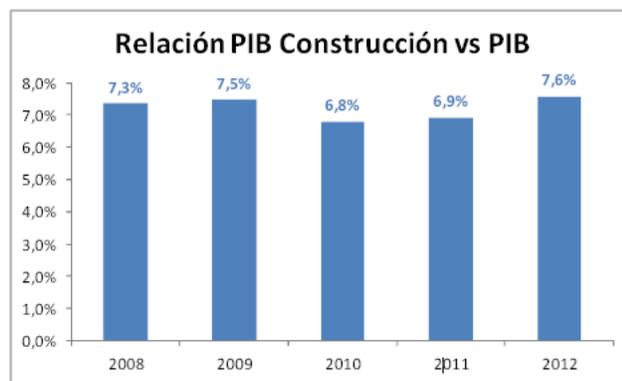
3.5 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y POSICIONAMIENTO

Besalco opera en la industria de la construcción que se caracteriza por ser cíclica, con numerosos y diversos actores y un alto nivel de competitividad. El carácter cíclico de esta industria se debe principalmente a que en escenarios de incertidumbre y contracciones macroeconómicas el sector construcción es el más afectado en cuanto a postergaciones de inversión.

Los ciclos económicos de la construcción se pueden definir como la agregación de puntos de inflexión de variables que miden parcialmente el desempeño de la actividad sectorial, tales como el nivel de contratación de mano de obra, la superficie autorizada para la edificación, la ejecución de obras de infraestructura, indicadores de producción

y demanda de materiales de construcción con destino habitacional y no habitacional, entre otros. Esta agregación permite identificar la situación económica por la que transita la actividad sectorial. En el caso de Besalco las operaciones del sector inmobiliario son las que evidencian una mayor vulnerabilidad dada la mayor sensibilidad por sus estructuras de financiamiento a menores plazos. Mientras que las inversiones asociadas a obras de infraestructura son menos sensibles a los ciclos ya que responden a factores de decisión que contemplan mayores plazos. Por esta razón Besalco potencia sus negocios para el sector público y privado en base a las necesidades del mercado.

En la economía chilena, el sector de la construcción tiene un posicionamiento relevante, representando un promedio de 7% del Producto Interno Bruto (PIB) durante los últimos años. A septiembre 2013, según la información disponible a la fecha del Banco Central de Chile, el sector construcción –representado por el PIB Construcción– anotó un crecimiento de 4,4%, cifra similar a la expansión de la economía local (4,5%).



Fuente: Banco Central de Chile.

Competencia y participación relativa de la sociedad en el mercado:

Localmente, la industria de la construcción es una economía regida por numerosos actores que participan en los distintos negocios generados por esta actividad. En el mercado podemos encontrar desde grandes constructoras de presencia internacional, enfocadas principalmente hacia obras de infraestructura, hasta pequeñas compañías que participan en la construcción de ampliaciones o captación de aguas.

Para abarcar la competencia de la empresa Besalco se tomara en cuenta una distribución por tipo de negocio:

Empresas de la competencia del sector obras civiles: Belfi, Brotec, CVV, Salfa, e Icafal, Ingevec, Echevarria Izquierdo...

Empresas de la competencia del sector de montaje industrial: Salfa, SK y DSD, entre otras.

Empresas de la competencia del sector minero: Vecchiola y la española EPSA entre otras.

Empresas de la competencia del sector inmobiliario: Socovesa, Salfa, Paz Corp, y Simonetti.

Empresas de la competencia del sector de montaje industrial: Las empresas internacionales con presencia en Chile también constituyen competencia directa de Besalco., especialmente en las áreas de construcción de obras civiles y concesiones de obras públicas, destacándose Ferrovial, ACS, OHL, Sacyr, Vinci y Hochtief.

De acuerdo a estimaciones de la compañía, la participación de mercado que Besalco S.A. posee en el rubro de construcción en el año 2012 es de aproximadamente el 4%.

3.6 BENCHMARK

En términos bursátiles, el indicador sectorial de la bolsa de comercio de Santiago que agrupa a las empresas del sector construcción e inmobiliario, denominado CONST.&INMOB incluye a aquellas acciones que, perteneciendo al sector de la construcción e inmobiliarias, presentan una presencia bursátil ajustada mayor o igual al 25%. Este está compuesto por 6 empresas cuya capitalización bursátil equivale a USD 1.900 MM y representa un 0,71% de la capitalización del mercado. Este será utilizado como referencia para la selección de empresas de benchmark.

COMPONENTES ÍNDICE		
Empresa	Capitalización Bursátil Ajustada (M\$)	Peso Relativo (%)
SALFACORP	135.420.591	26,59
BESALCO	130.047.635	26,17
EISA	100.793.239	20,26
SOCOVESA	76.133.451	15,29
PAZ	50.748.796	10,24
INGEVEC	7.151.595	1,45
Total	500.295.307	100

Los principales competidores en el sector de la construcción e ingeniería son Salfacorp, Echeverría-Izquierdo e Ingevec.

SALFACORP:

Compañía SalfaCorp es uno de los principales grupos empresariales chilenos del sector construcción, con una participación de mercado de aproximadamente 7%.

La compañía opera a través de dos segmentos de negocio: Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria. El segmento Ingeniería y Construcción se dedica a obras civiles, montajes industriales, nuevos negocios, como el apoyo industrial, obras marítimas y túneles. El segmento inmobiliario se dedica a la ejecución de todas las actividades relacionadas, desde el diseño y coordinación de proyectos, que incluye la construcción, la comercialización y las ventas posteriores.

SALFACORP	2013	2012	2011	2010	2009
Estados de resultados en MM CLP	6	2	68	76	71
Periodo	31-Dec-2013	31-Dec-2012	31-Dec-2011	31-Dec-2010	31-Dec-2009
Ingresos totales	1.059.715	1.103.681	901.465	708.382	569.059
Consumos y gastos	958.514		815.943		501.269
Beneficio bruto	101.200	92.477	--	--	--
Total de gastos de explotación	1.012.921	1.058.294	868.865	670.695	540.509
Resultado de explotación	46.793	45.386	32.600	37.686	28.551
Resultado antes de impuestos	35.085	28.438	20.816	31.344	10.562
Resultado de ejercicio	29.881	25.717	17.329	24.507	7.434

Fuente: Reuters

Echeverría-Izquierdo:

Echeverría Izquierdo SA es una empresa con sede en Chile que se dedican principalmente en el sector de la construcción. La Compañía está involucrada en la construcción de edificios y obras civiles, incluidas las oficinas, edificios de viviendas, centros comerciales, hospitales, fundaciones profundas y la infraestructura de transporte, así como en el

montaje de instalaciones industriales para diversos sectores, como la energía, celulosa, minería, petroquímica y de acero y cemento, entre otros. Su cartera incluye edificios de oficinas y residenciales, departamento de la universidad, los espacios públicos urbanos, centrales eléctricas, terminales de gas natural, calderas eléctricas, secado y plantas de trituración, plantas de hidrógeno y fenol, planta de clarificación para los altos hornos, plantas de tratamiento de fenol y de la planta de cemento, entre otros. Además, la compañía se dedica al desarrollo de bienes raíces residenciales, incluyendo casas unifamiliares y apartamentos. El 26 de octubre de 2012, la Compañía estableció una nueva subsidiaria denominada como Echeverría Izquierdo Edificaciones SA.

	2013	2012	2011
Estado de Resultado Echeverría Izquierdo S.A. MM CLP	96	11	69
Periodo	31-Dec-2013	31-Dec-2012	31-Dec-2011
Ingresos totales	232973	159207	160129
Costos totales	204615	142729	137343
Beneficio bruto	28358	16478	22786
Gatos de explotación totales	221387	151228	145754
Resultado de explotación	11586	7979	14376
Resultado antes de impuesto	3907	10883	15705
Resultado del ejercicio	2148	9739	13093

Fuente: Reuters

INGEVEC S.A.:

Ingevec SA es una empresa con sede en Chile que se dedican principalmente en el sector de la construcción. La compañía desarrolla el negocio de ingeniería y construcción, principalmente a través de su filial% 99,99, Constructora Ingevec SA. Su cartera de productos incluye edificios residenciales, comerciales e industriales, así como la ingeniería civil. A través de sus subsidiarias, Inmobiliaria Ingevec SA e Inversiones y Rentas Ingevec SpA, la compañía también opera en el sector inmobiliario. Además, la compañía ofrece servicios sanitarios y de climatización. Al 30 de junio del 2011, los principales accionistas de la Sociedad eran Inversiones y Asesorías Marara Ltda., Asesorías e Inversiones Santo Domingo Ltda. e Inversiones Los Cipreses Ltda.

INGEVEC S.A.	2013	2012	2011	2010
Estados de resultados en MM CLP	31-Dec-2013	31-Dec-2012	31-Dec-2011	31-Dec-2010
Ingresos totales	144.750	125.596	105.622	64.437
Consumos y gastos	133.957	117.429	97.191	57.758
Beneficio bruto	10.793	8.167	8.430	6.679
Total de gastos de explotación	139.388	123.529	102.047	61.244
Resultado de explotación	5.362	2.067	3.575	3.194
Resultado antes de impuestos	2.759	2.057	2.916	3.076
Resultado de ejercicio	2.376	1.848	2.489	2.523

Fuente: Reuters

4. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

La empresa Besalco cuenta con una capital estructurado en Deuda y Capital detallado en la tabla de antecedentes financieros. Históricamente, la empresa ha mantenido una deuda a corto plazo de 32%. Actualmente, la empresa Besalco S.A. no posee financiamiento vía bonos, se financia principalmente con los bancos y a través de leasings como ilustra la tabla “composición de la deuda”:

ANTECEDENTES FINANCIEROS	2009	2010	2011	2012	sep-13
Deuda Corto Plazo	28%	30%	36%	35%	17%
Deuda Largo Plazo	27%	25%	25%	25%	32%
Interes minoritario	2%	2%	3%	3%	4%
Deuda total	57%	57%	64%	63%	53%
Patrimonio	43%	43%	36%	37%	46%
ROE	15%	15%	15%	17%	4%
ROA	7%	6%	6%	7%	1%
Leverage	2,22	2,28	2,56	2,41	2,67
Deuda financiera / Patrimonio	1,33	1,33	1,78	1,70	1,15

COMPOSICION DE LA DEUDA	2009	2010	2011	2012	sep-13
Bancaria proyectos inmobiliarios	40%	6%	14%	15%	20%
Leasings Maquinarias	16%	18%	17%	13%	14%
Leasings maquinaria Cerro Alto	28%	28%	20%	23%	12%
Bancaria proyecto Hidroeléctrico	-	-	-	21%	22%
Bancaria proyectos de concesión	30%	43%	28%	13%	11%
Bancos corto y largo plazo	22%	6%	21%	15%	21%

5. ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Se calcula la deuda de la empresa a partir de la suma de otros pasivos financieros corrientes y otros pasivos financieros no corrientes, en pesos y UF:

Deuda Financiera	2009	2010	2011	2012	2013
Deuda Financiera M\$	\$84.475.649	\$81.836.028	\$130.740.445	\$130.265.773	\$189.014.419
Deuda Financiera en UF	\$4.034	\$3.814	\$5.864	\$5.703	\$8.186

El patrimonio económico de la empresa en pesos y en UF:

ACCIONES SUSCRITAS Y PAGADAS	2009	2010	2011	2012	2013
Número de Acciones Suscritas	566262354	567606164	569376164	572111164	576172664
Número de Acciones Pagadas	566262354	567606164	569376164	572111164	576172664
Precio de la Acción	\$ 335	\$ 1.000	\$ 701	\$ 875	\$ 681
PATRIMONIO ECONOMICO	\$ 189.692.225.966	\$ 567.606.164.000	\$ 399.064.365.824	\$ 500.494.288.490	\$ 392.281.396.558
PATRIMONIO ECONOMICO UF	\$ 9.057.600	\$ 26.454.981	\$ 17.900.055	\$ 21.912.340	\$ 16.988.475

Estructura de Capital objetivo:

B: Deuda financiera

P: Patrimonio económico

V: Deuda financiera + valor económico

	2009	2010	2011	2012	2013*	Promedio
B/V	55%	56%	61%	59%	63%	59%
P/V	45%	44%	39%	42%	38%	41%
B/P	122%	128%	156%	141%	167%	143%

6. ESTIMACIÓN COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

6.1 BETA PATRIMONIAL DE LA ACCIÓN POR EL MODELO DE MERCADO

Con un modelo de regresión lineal se determino la rentabilidad y el rendimiento semanal de IGPA a través de una programación en Eviews obteniendo una serie de 303 observaciones (anexo).

	2009	2010	2011	2012	2013
Varianza	0,00298%	0,00047%	0,00105%	0,00064%	0,00052%
Covarianza	0,00018%	0,00052%	0,00200%	0,00099%	0,00074%
Beta	0,058827	1,109747	1,8989195	1,5380865	1,4389635
P-VALUE	0.536200	0.004541	0.000000	0.000001	0.000247
Presencia bursátil	56,67%	99,40%	100%	100%	98,33%

6.2 COSTO DE LA DEUDA (k_b)

La empresa Besalco no cuenta con deuda corporativa tipo bono. El costo de la deuda será evaluado a partir de sus distintos tipos de deuda financiera presentada en la tarea1:

Otros pasivos financieros Al 31 diciembre 2012			
	Corriente M\$	No Corriente M\$	No corriente %
Prestamos bancarios	20.686.518	57.409.422	68%
Arrendamiento financiero	20.102.212	25.308.402	30%
instrumentos con el público	0	0	0%
Factoring y confirming	4.743.655	1.261.206	1%
Otros pasivos financieros	426.129	328.229	0%
Totales	45.958.514	84.307.259	100%

* Se determina deuda relevante según importancia relativa

b) Detalle de los vencimientos de flujos de efectivo futuros de capital e intereses por los préstamos bancarios y los arrendamientos financieros:

Cierre al 31 diciembre 2012	0 a 1 mes	>1 y <3 meses	> 3 y < 12 meses	de 1 a 5 años	de 5 y más años	Total	Tasa
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	%
Préstamos bancarios	4.727.534	3.875.773	12.083.211	19.644.659	37.764.763	78.095.940	5,30
Arrendamiento financiero	1.734.291	3.473.447	15.364.739	28.350.165	-	48.922.642	3,30
Total	6.461.825	7.349.220	27.447.950	47.994.824	37.764.763	127.018.582	

Se calcula tasa nominal ponderada según tipo de deuda, costo deuda UF+3%

Cierre el 31 diciembre de 2012	0 a 1 mes	1 a 3 meses	2 a 12 meses	1 a 5 años	5 años o más	Total	Tasa Real
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	
Prestamos banca	4.727.534	3.875.773	12.083.211	19.644.659	37.764.763	78.095.940	5,30%
Arrendamiento Fin	1.734.291	3.473.447	15.364.739	28.350.165	0	48.922.642	3,30%
Total	6.461.825	7.349.220	27.447.950	47.994.824	37.764.763	127.018.582	
TASA							
				PRESTAMO	\$78.095.940	61%	3,2%
				ARRENDAMI	\$48.922.642	39%	1,3%
					\$127.018.582	100%	4,5%
				INFLACION ESPERADA			3,0%
				TASA NOMINAL			7,5%

Se obtiene una tasa de costo de deuda de 7,5%.

6.3 BETA DE LA DEUDA (β_b)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, calcule el beta de la deuda de su empresa.

$$\beta_B = \frac{k_b - r_f}{PRM}$$

CAPM	
Tasa impuesto	20%
Costo deuda = Kb	7,5%
Rf	2,58%
PRM = (E(Rm)-rf)	7,20%

Beta de la deuda 0,68

$$(K_b - R_f) / PRM = \text{Beta de la deuda}$$

6.4 BETA DE LA ACCIÓN ($\beta_p^{C/D}$)

	2009	2010	2011	2012	2013
Beta de la Acción	0,0588266	1,109746966	1,898919526	1,538086498	1,438963474
p-value (significancia)	0.536200	0.004541	0.000000	0.000001	0.000247
Presencia Bursátil	56,67%	99,40%	100%	100%	98,33%

6.5 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA ($\beta_p^{S/D}$)

$$\beta_a^{C/D} = \beta_B * (1 - t_c) \left(\frac{B}{V}\right) + \beta_p^{C/D} \left(\frac{P}{V}\right)$$

$$\text{Entonces } \beta_p^{C/D} = \frac{\beta_a^{C/D} - \beta_B * (1 - t_c) \left(\frac{B}{V}\right)}{\frac{P}{V}} \text{ et } \beta_p^{C/D} = \frac{V}{P} \beta_a^{C/D} - \beta_B * (1 - t_c) \left(\frac{B}{P}\right)$$

$$\text{Or } \beta_p^{C/D} = \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P}\right] \beta_p^{S/D} - \left[(1 - t_c) \frac{B}{P}\right] \beta_B$$

$$\text{Entonces } \beta_p^{S/D} = \frac{\beta_a^{C/D}}{1 + \frac{B}{P}(1 - t_c)}$$

**Beta patrimonial sin
deuda = 0,96**

6.6 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA ($\beta_p^{C/D}$)

Tenemos lo siguiente:

	2009	2010	2011	2012	2013*	Promedio
B/V	55%	56%	61%	59%	63%	59%
P/V	45%	44%	39%	42%	38%	41%
B/P	122%	128%	156%	141%	167%	143%

Con Rubinstein, tenemos $\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P}\right] - (1 - t_c) \beta_B \frac{B}{P}$

**Beta C/D="Beta S/D"*(1+(1-T)B/P)-(1-T)*(B/P)*Beta de la
deuda**

**Porque la deuda no es libre de riesgo entonces usamos
Rubinstein**

**Beta patrimonial con
deuda** **1,28**

6.7 COSTO PATRIMONIAL (k_p)

	2009	2010	2011	2012	2013*	Promedio
B/V	55%	56%	61%	59%	63%	59%
P/V	45%	44%	39%	42%	38%	41%
B/P	122%	128%	156%	141%	167%	143%

$$k_p = r_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

**Costo patrimonial
(CAPM)** **0,12**

6.8 COSTO DE CAPITAL (k_0)

	2009	2010	2011	2012	2013*	Promedio
B/V	55%	56%	61%	59%	63%	59%
P/V	45%	44%	39%	42%	38%	41%
B/P	122%	128%	156%	141%	167%	143%

Con WACC, tenemos $k_0 = k_b * \frac{B}{V} + k_p * \frac{P}{V}$

Costo capital (WACC) **9,3%**

7. ANALISIS OPERACIONAL DE NEGOCIO E INDUSTRIA

A continuación, se detalla el crecimiento real de las ventas por tipo de negocio desde el año 2009 al 2013 para la empresa BESALCO. Los sectores preponderantes en la compañía son el sector de la construcción y el inmobiliario. Respectivamente ambos negocios tienen para el año 2012 un crecimiento 16% y de 5% respectivamente. El año 2013 tendrá un impacto negativo en el negocio de la construcción por el estancamiento de la actividad minera, en cambio, el sector inmobiliario se verá estimulado por la demanda por bienes raíces. Cabe destacar el crecimiento del sector internacional en la compañía que alcanza una tasa de más de 30%. Se espera que siga progresando en línea con la estrategia de diversificación del Grupo.

CONSTRUCCION Y MONTAJES	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Ingresos de Actividades Ordinarias	\$ 135.024.855	\$ 239.052.173	\$ 221.579.066	\$ 263.483.272	\$ 203.149.860	\$ 202.489.535
UF	\$ 6.447	\$ 11.142	\$ 9.939	\$ 11.536	\$ 8.894	\$ 8.769
Tasa de crecimiento en porcentaje		72,81%	-10,80%	16,07%		-1,41%
INMOBILIARIA	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Ingresos de Actividades Ordinarias	\$ 21.648.795	\$ 17.866.547	\$ 34.648.366	\$ 37.318.229	\$ 24.439.200	\$ 30.181.801
UF	\$ 1.034	\$ 833	\$ 1.554	\$ 1.634	\$ 1.070	\$ 1.307
Tasa de crecimiento en porcentaje		-19,44%	86,64%	5,13%		22,16%
CONCESIONES	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Ingresos de Actividades Ordinarias	\$ 3.137.830	\$ 4.426.938	\$ 4.333.912	\$ 1.331.433		
UF	\$ 150	\$ 206	\$ 194	\$ 58	No hace parte del negocio. Venta del item.	
Tasa de crecimiento en porcentaje		37,71%	-5,78%	-70,01%		
MAQUINARIAS	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Ingresos de Actividades Ordinarias	\$ 74.766.995	\$ 50.841.827	\$ 98.931.889	\$ 115.212.584	\$ 88.162.623	\$ 83.986.108
UF	\$ 3.570	\$ 2.370	\$ 4.438	\$ 5.044	\$ 3.860	\$ 3.637
Tasa de crecimiento en porcentaje		-33,62%	87,27%	13,67%		-5,77%
INTERNACIONAL	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Ingresos de Actividades Ordinarias	\$ 4.227.957	\$ 3.569.548	\$ 9.442.091	\$ 13.107.742		
UF	\$ 202	\$ 166	\$ 424	\$ 574	Resultados consolidados. Solo publicados en la memoria.	
Tasa de crecimiento en porcentaje		-17,59%	154,57%	35,50%		

Respecto al área de negocio internacional para septiembre 2012 y 2013 se tomara como base los informes financieros.

Como indicador de tasas de crecimiento reales de la industria se tomara como referencia el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON), elaborado por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

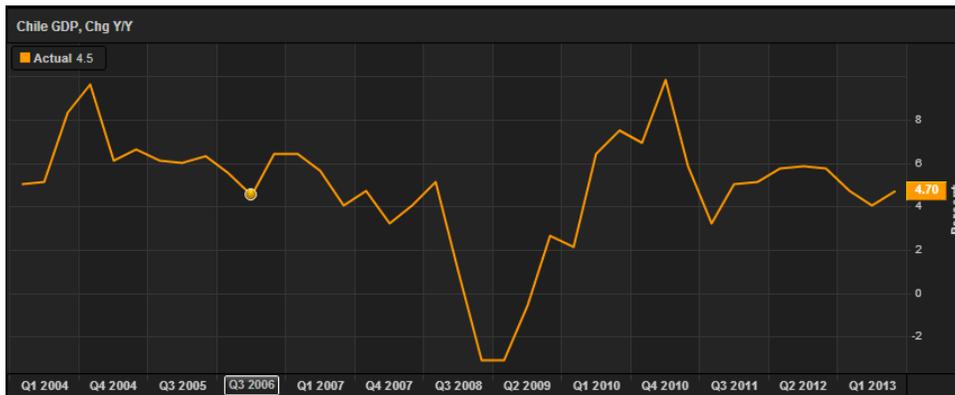
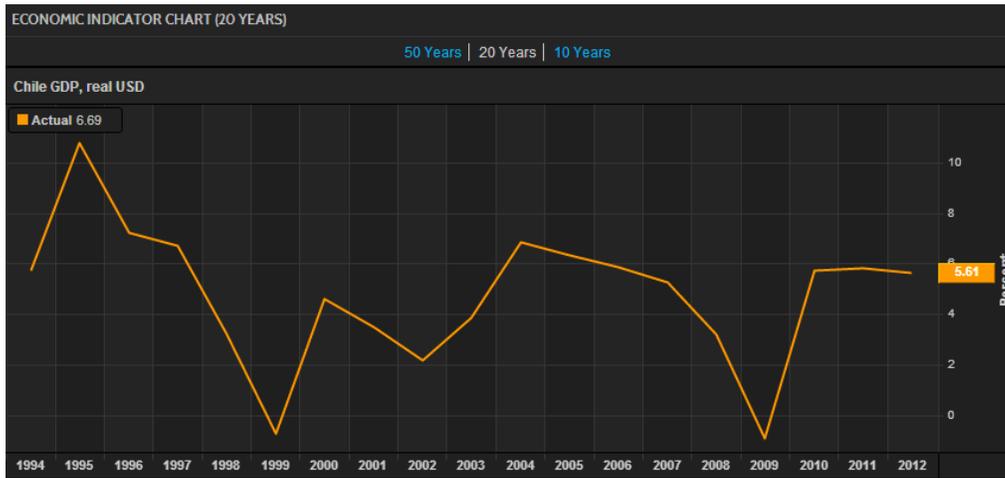
Durante el año 2013 el IMACON acumuló un alza de 5,2% anual. Este índice toma en cuenta los siguientes subcomponentes como:

- La demanda de materiales para la construcción –que se obtiene a partir de los despachos físicos industriales y la venta de proveedores de materiales.
- La superficie autorizada para edificación.
- La actividad de contratistas generales.
- La contratación de mano de obra.

Variables de impacto directo	2009	2010	2011	2012	2013
Empleo en sector construcción	-4%	19%	2%	5%	5%
Inversión	-0,1%	2,1%	7,9%	9,0%	5,0%
IMACON	-5%	-1%	7%	7%	6,02%
Macro					
Crecimiento del PIB	-1,5%	5,2%	6,0%	5,6%	4,3
Inflación	-1,4%	3,0%	4,0%	3,0%	1,9%
UF Promedio	\$ 21.007,40	\$ 21.171,80	\$ 22.018,67	\$ 22.598,85	\$ 22.904,05
Tipo de Cambio Obs. 30-dic	\$ 506,43	\$ 468,37	\$ 521,46	\$ 468,60	\$ 504,57
IMACEC	3,7	7,2	6,9	5,2	4,3
BCU 10 años	3%	3%	3%	2%	2,43%

7.1 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA PARA LOS AÑOS 2013-2017.

La economía del país bajo un proceso de desaceleración desde fines de 2012, situación que de agudizo durante 2013 y se espera que se prolongue durante 2014. Chile pasó de un crecimiento de 5,6% en 2012 a un crecimiento inferior de 4,3% en 2013.



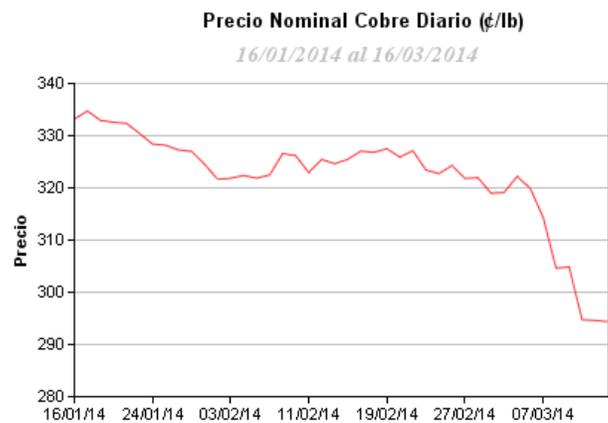
Este cambio tiene tres causas directas. Una de ella es el fuerte freno que ha experimentado el ritmo de crecimiento de las exportaciones. En el año 2011, las exportaciones conocieron un crecimiento de un 5,2%; estas cayeron en 1,0% en 2012 y probablemente termine con 2,0% en 2013.

Esto se debe a la mala situación económica internacional, especialmente en Europa, y el bajo tipo de cambio real, que le quitó rentabilidad al sector exportador. Esta última tendencia se ve invertida debido a la alza del dólar del primer trimestre del 2014.

Una segunda causa es un freno en el gasto interno. Este creció a un 9,4% en 2011, el que disminuyó a un 7,0% en 2012, y disminuyó en 5,0% en 2013.

Una tercera causa es un deterioro en los términos de intercambio. En 2011, los términos de intercambio alcanzaron un récord histórico en los últimos cien años principalmente debido a la demanda de China en materias primas como el cobre. En

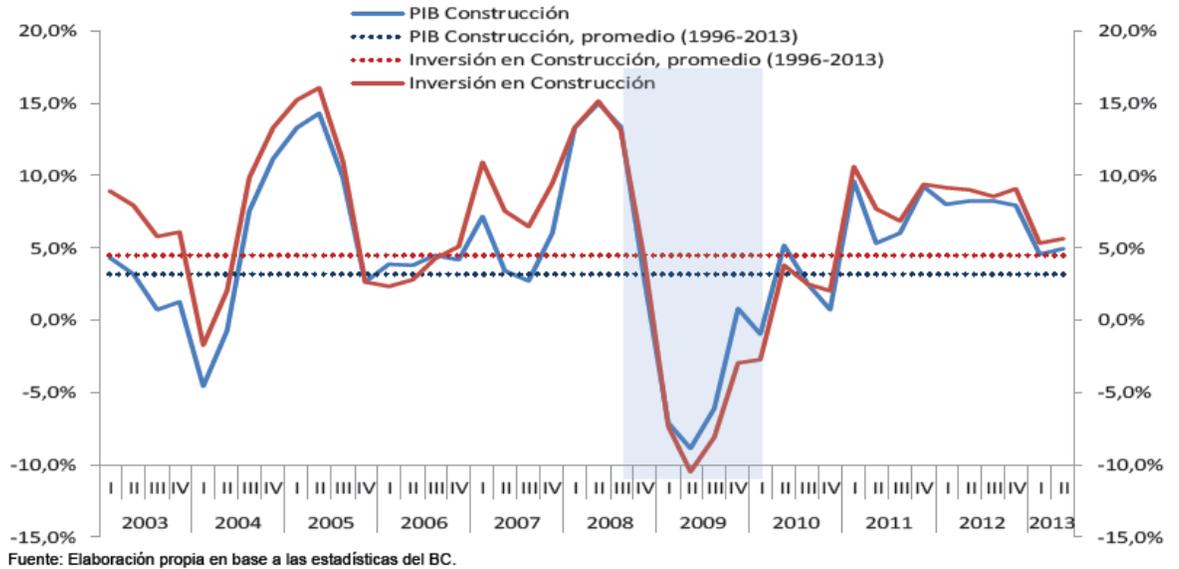
2012, éstos cayeron en -4,8% y durante 2013 se estima una caída adicional de -2,0%. Bajo este escenario se estima para 2014 una deterioración los términos de intercambio. La evolución futura del precio del cobre es clave en la velocidad de este proceso. En el primer trimestre del 2014 el precio del cobre continúa a la baja (Ref. www.cochilco.cl)



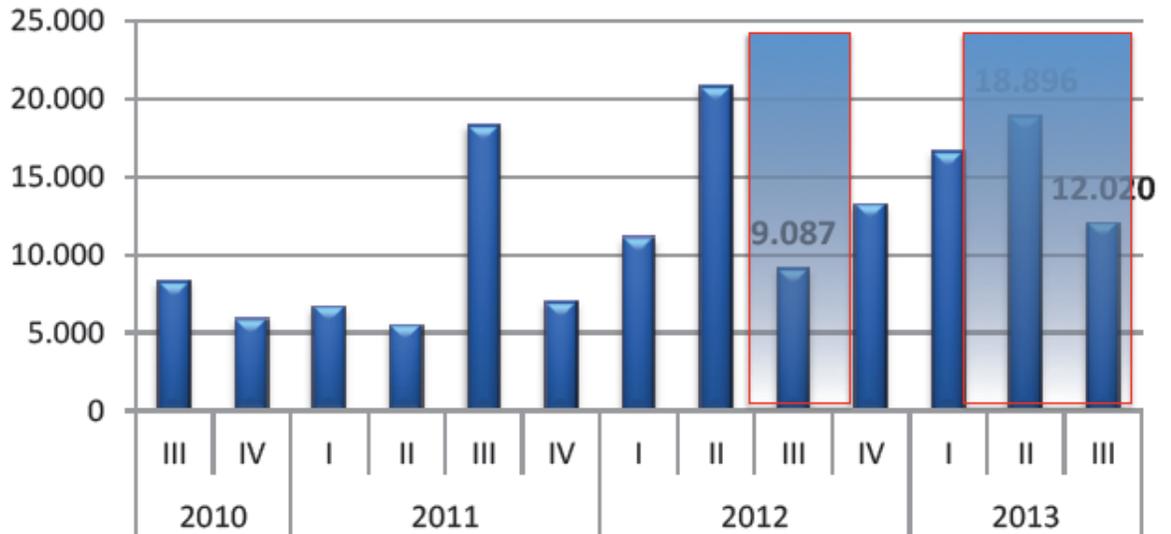
Sin embargo, la economía en Chile cuenta actualmente con un nivel de pleno empleo. La tasa de desocupación es en torno al 5,7% durante diciembre 2013. Las medidas del nuevo gobierno, en materia tributaria, podrían impactar este escenario. Esto dependerá de la influencia que tengan sobre la inversión las medidas que se implementen.

En el caso de BELSACO uno de sus principales driver es la inversión en construcción. Esta variable tiene una fuerte correlación con el PIB. De hecho, desde el año 2011 el PIB de Chile y la tasa de inversión en la construcción se mantienen creciendo a tasas anuales superiores a sus promedios históricos. Esto se explica por las condiciones macroeconómicas internas favorables que han estimulado la demanda de obras en otros sectores productivos del país.

Evolución del PIB de la construcción e inversión en construcción (Variación anual, en %)

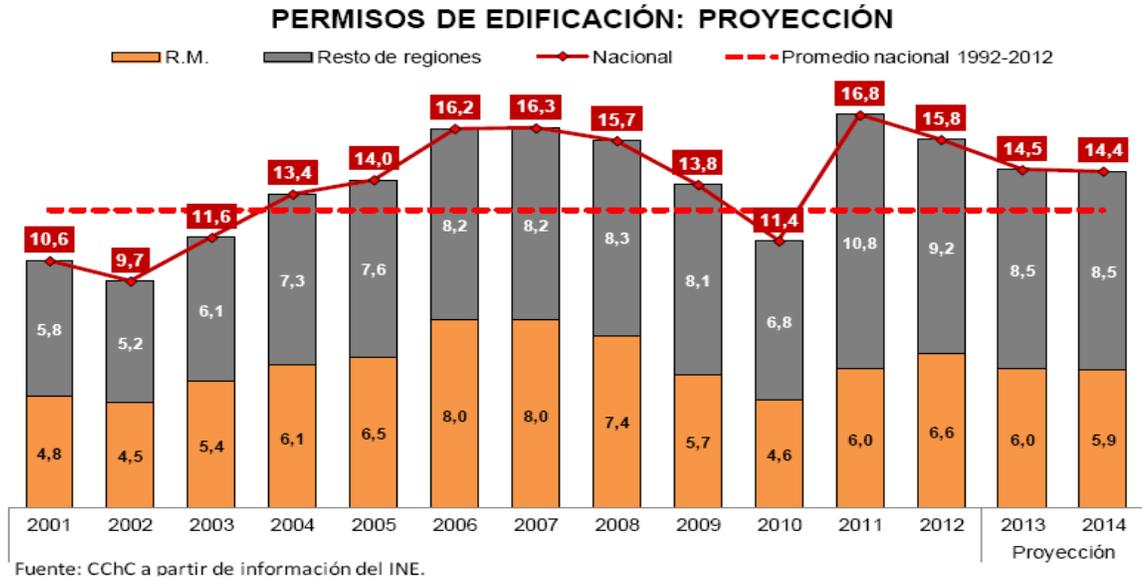


Evolución Inversión Ingresada US\$ Millones

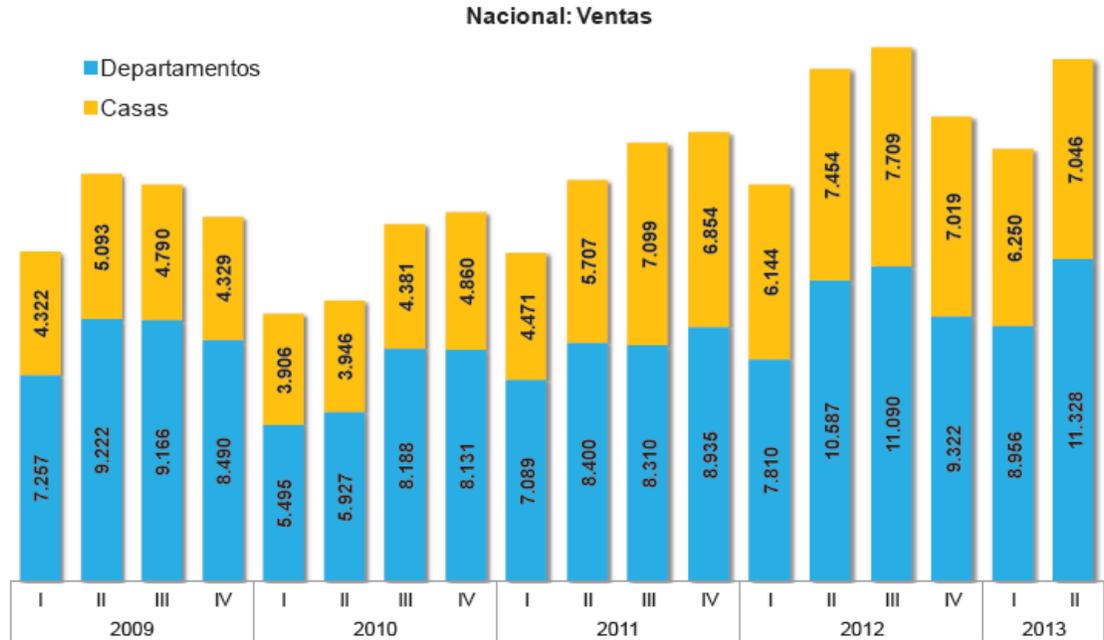


El número de proyectos registrados en el servicio de evaluación ambiental SEIA es superior al tercer trimestre del 2012. Esto confirma la inversión en proyectos de infraestructura.

El segundo driver de BESALCO es el mercado inmobiliario. Las proyecciones en cuanto a permisos de edificación para 2013 y 2014 sugieren una deceleración del BOOM inmobiliario, con cifras más elevada que las históricas.

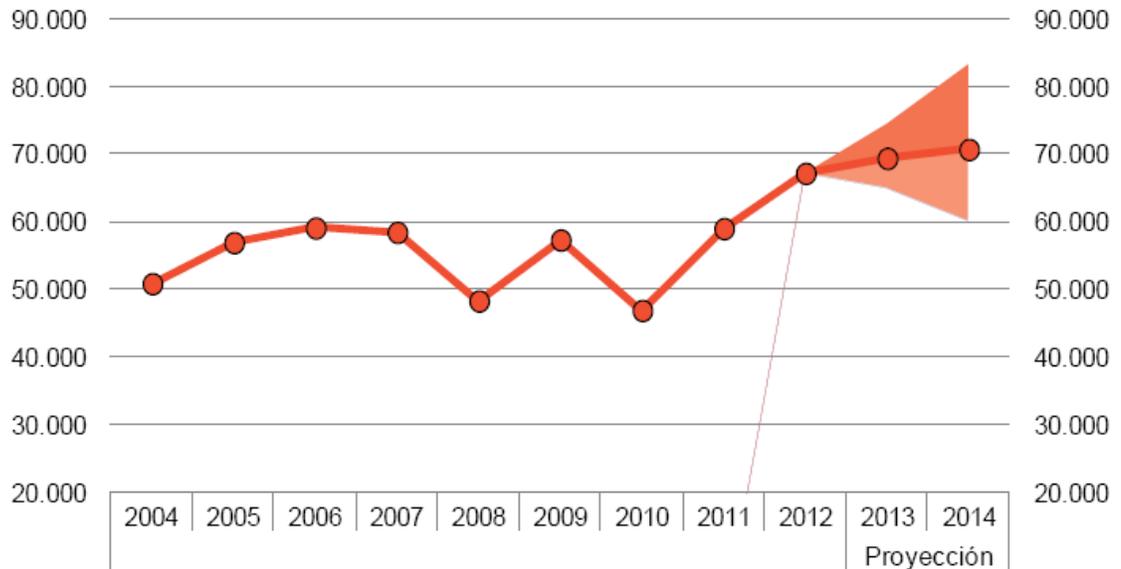


MERCADO INMOBILIARIO



Fuente: CChC

PROYECCIÓN DE VENTAS NACIONALES



Fuente: CChC

El año 2013 la progresión de las ventas fue superior al 3%. Para el año 2014 se espera que las ventas de vivienda solo progresen en un 2%.

Variables de impacto directo	2013	2014	2015	2016	2017
Empleo en sector construcción	5%	5%	5%	5%	5%
Inversión	5,0%	4,5%	5%	5%	5%
IMACON	6,02%	5%	5%	5%	5%
Macro					
Crecimiento del PIB	4,3%	4,1%	4,3%	4,3%	4,3%
Inflación	1,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
UF Promedio	\$ 22.904,05	\$ 23.591,17	\$ 24.298,91	\$ 25.027,87	\$ 25.778,71
Tipo de Cambio Obs. 30-dic	\$ 504,57	\$ 540,00	\$ 550,00	\$ 560,00	\$ 560,00
IMACEC	4,3	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
BCU 10 años	2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

8. ANALISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN

La empresa no detalla en la información entregada al público el desglose de sus costos de operación. En el siguiente análisis se tomara en cuenta dos categorías macro de costos operacionales como los costos de ventas y los gastos de administración.

Costos Operacionales en MUF	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13	2013E
Costo de Ventas	\$ 10.668	\$ 10.274	\$ 12.674	\$ 14.967	\$ 11.317	\$ 10.604	\$ 13.919
Gastos de Administración	\$ 411	\$ 465	\$ 588	\$ 766	\$ 566	\$ 575	\$ 771
Depreciación	\$ 808	\$ 844	\$ 838	\$ 970	\$ 77	\$ 106	\$ 865
Amortización	\$ 12	\$ 23	\$ 22	\$ 36	\$ 25	\$ 13	\$ 23
Total costos operacionales	\$ 11.079	\$ 10.739	\$ 13.262	\$ 15.732	\$ 11.884	\$ 11.179	\$ 15.578

Nota: los costos de ventas incluyen la depreciación y la amortización.

Costos Operacionales en MUF/Total ingresos	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13	2013E
Costo de Ventas	89%	88%	88%	89%	99%	92%	92%
Gastos de Administración	3%	4%	4%	5%	4%	5%	5%
Depreciación	7%	7%	6%	6%	1%	1%	6%
Amortización	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total costos operacionales / Total ingresos	92,80%	91,59%	91,93%	93,12%	93,78%	97,32%	102,49%

En la tabla anterior se muestra la relación entre los costos operacionales y los ingresos de la empresa. En el periodo 2009-2012 notamos un ratio de 7,6% de ganancia bruta. Se esperan para el año 2013 resultados negativos en términos de relación de costos operacionales e ingresos, ya que no se logran generar ingresos suficientes para cubrir los costos de ventas.

Costos Operacionales por area de negocio/ Total de ingresos	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Costo de Ventas						
Construcción y montaje	50,01%	86,90%	61,95%	63,07%	64,62%	73,46%
Inmobiliaria	7,51%	5,71%	9,21%	7,79%	6,75%	9,55%
Concesiones	0,47%	0,60%	0,45%	0,17%	0,19%	
Maquinarias	26,34%	17,67%	27,38%	25,95%	26,45%	27,77%
Internacional	1,30%	0,97%	2,29%	2,12%	1,82%	
Eliminaciones	3,72%	-24,23%	-13,42%	-10,51%	-8,69%	-18,83%
Gastos de Administración						
Construcción y montaje	0,90%	3,08%	2,99%	3,08%	2,93%	3,11%
Inmobiliaria	0,63%	0,69%	0,54%	0,57%	0,97%	1,21%
Concesiones	0,30%	0,41%	0,49%	0,47%	0,37%	
Maquinarias	1,31%	0,56%	0,87%	0,94%	1,07%	0,86%
Internacional	0,29%	0,49%	0,46%	0,50%	0,42%	
Eliminaciones	0,00%	-1,26%	-1,27%	-1,02%	-0,87%	-1,00%
Total costos operacionales	92,80%	91,59%	91,93%	93,12%	96,02%	96,14%

Los sectores de construcción y inmobiliaria representan actividades con costos mayores por el tipo de actividad.

9. ANALISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES

FUENTE ESTADOS DE RESULTADOS (miles de UF)	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13	2013E
Resultado No Operacional MUF							
Otras Ganancias (Pérdidas)	\$ 235	\$ 87	\$ 71	\$ 18	\$ 2	\$ 29	\$ 223
Ingresos Financieros	\$ 61	\$ 27	\$ 53	\$ 61	\$ 45	\$ 29	\$ 40
Costos Financieros	\$ 280	\$ 180	\$ 228	\$ 249	\$ 184	\$ 157	\$ 213
Part.Ganancias (Pérdidas) Asoc. y Neg. Conj. Cont. Ut. Met. Part.	\$ 79	\$ 212	\$ 309	\$ 235	\$ 185	\$ 147	\$ 187
Diferencias de Cambio	\$ 20	\$ 13	\$ 46	\$ 41	\$ 27	\$ 5	\$ 8
Resultados por Unidades de Reajuste	\$ 164	\$ 15	\$ 9	\$ 53	\$ 28	\$ 47	\$ 90
Total	\$ 238	\$ 119	\$ 149	\$ 52	\$ 47	\$ 4	\$ 139

-Los costos financieros son los intereses por préstamos bancarios, por bonos, por leasing financiero y otros instrumentos financieros.

-Las ganancias de empresas asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación. Estas ganancias son el producto de las asociaciones minoritarias en negocios de concesión, algunos consorcios para obras civiles y en desarrollos inmobiliarios en Perú.

ESTADOS DE RESULTADOS (miles de UF)	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Ingresos de Actividades Ordinarias	\$ 11.938	\$ 11.725	\$ 14.426	\$ 16.894	\$ 12.672	\$ 11.487
Resultado No Operacional MUF/Total de Ingresos						
Otras Ganancias (Pérdidas)	2,0%	0,7%	0,5%	0,1%	0,0%	0,3%
Ingresos Financieros	0,5%	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Costos Financieros	-2,3%	-1,5%	-1,6%	-1,5%	-1,5%	-1,4%
Part.Ganancias (Pérdidas) Asoc. y Neg. Conj. Cont. Ut. Met. Part.	0,7%	1,8%	2,1%	1,4%	1,5%	1,3%
Diferencias de Cambio	-0,2%	-0,1%	-0,3%	0,2%	0,2%	0,0%
Resultados por Unidades de Reajuste	1,4%	-0,1%	-0,1%	-0,3%	-0,2%	-0,4%
Total	2,0%	1,0%	1,0%	0,3%	0,4%	0,0%

10. ANALISIS DE ACTIVOS

Los activos operacionales se constituyen por todas aquellas partidas representativas de bienes y derechos que han sido adquiridos u obtenidos expresamente para ser utilizados en la explotación, y cuyo uso o consumo se espera se produzca durante el ejercicio.

Entre las partidas que pueden considerarse formando parte del activo operacional, las de presencia más habitual son:

- Disponible (Caja)
- Cuentas por cobrar
- Existencias
- Gastos e impuestos anticipados

Activo Operacional (UF)	2009	2010	2011	2012	2013*
Efectivo y Equivalentes al efectivo	1164	933	1086	727	416
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Co	3022	3160	4043	4622	5035
Cuentas por Cobrar a entidades Relacionadas	502	459	719	499	566
Inventarios	1585	2547	2954	2986	3478
Activos por Impuestos Corrientes	239	365	436	549	621
Clasificados como mantenidos para la venta					154

Los activos no operacionales que posee la empresa hasta el año 2013 a Septiembre son:

Activo No Operacional (UF)	2009	2010	2011	2012	2013*
Activos corrientes					
Otros Activos Financieros	5	552	74	205	189
Otros Activos No Financieros	179	37	90	242	71
Activos No Corrientes					
Otros Activos No Financieros	743	531	476	1047	1132
Derechos por Cobrar No Corrientes*	1086				
Cuentas por Cobrar		920	828	50	47
Cuentas por Cobrar a entidades Relacionadas	238	238	238	208	238
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método	758	910	1281	1266	1131
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	1239	1186	1119	715	1154
Plusvalía			213	69	68
Propiedades, Plantas y Equipos	3048	2901	4385	5383	6299
Propiedades de Inversión			101	97	95
Activos por Impuestos Diferidos	531	746	948	892	862
Total Activos No Corrientes	7642	7431	9589	9727	11026

11. PROYECCIÓN DE EERR

ESTADOS DE RESULTADOS (miles de UF)	2009	2010	2011	2012	sep-12	sep-13	2013E	Tasa	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de Actividades Ordinarias	\$ 11.938	\$ 11.725	\$ 14.426	\$ 16.894	\$ 12.672	\$ 11.487	\$ 15.200		\$ 16.054	\$ 18.683	\$ 21.719	\$ 25.019	\$ 28.855
CONSTRUCCION Y MONTAJES	\$ 6.447	\$ 11.142	\$ 9.939	\$ 11.536	\$ 8.894	\$ 8.769	\$ 11.374	7%	\$ 12.016	\$ 13.748	\$ 15.696	\$ 17.736	\$ 20.040
INMOBILIARIA	\$ 1.034	\$ 833	\$ 1.554	\$ 1.634	\$ 1.070	\$ 1.307	\$ 1.996	18%	\$ 2.326	\$ 2.915	\$ 3.646	\$ 4.518	\$ 5.597
CONCESIONES	\$ 150	\$ 206	\$ 194	\$ 58					\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
MAQUINARIA	\$ 3.570	\$ 2.370	\$ 4.438	\$ 5.044	\$ 3.860	\$ 3.637	\$ 4.753	7%	\$ 5.043	\$ 5.792	\$ 6.638	\$ 7.531	\$ 8.542
INTERNACIONAL	\$ 202	\$ 166	\$ 424	\$ 574	\$ 302	\$ 256	\$ 489	10%	\$ 530	\$ 622	\$ 728	\$ 844	\$ 978
Eliminaciones (ingresos intra-actividades)	\$ 535	\$ 2.992	\$ 2.123	\$ 1.952	\$ 1.201	\$ 2.278	\$ 3.676	6%	\$ 3.861	\$ 4.394	\$ 4.990	\$ 5.609	\$ 6.303

ESTADOS DE RESULTADOS (miles de UF)	Tasa	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de Actividades Ordinarias		\$ 16.054	\$ 18.683	\$ 21.719	\$ 25.019	\$ 28.855
CONSTRUCCION Y MONTAJES	7%	\$ 12.016	\$ 13.748	\$ 15.696	\$ 17.736	\$ 20.040
INMOBILIARIA	18%	\$ 2.326	\$ 2.915	\$ 3.646	\$ 4.518	\$ 5.597
CONCESIONES		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
MAQUINARIA	7%	\$ 5.043	\$ 5.792	\$ 6.638	\$ 7.531	\$ 8.542
INTERNACIONAL	10%	\$ 530	\$ 622	\$ 728	\$ 844	\$ 978
Eliminaciones (ingresos intra-actividades)	6%	\$ 3.861	\$ 4.394	\$ 4.990	\$ 5.609	\$ 6.303

Los ingresos se proyectan a partir de tasa de crecimiento que toma en cuenta:

- Proyección de la venta física de acuerdo a la tasa de crecimiento promedio de cada tipo de negocio de la empresa.
- Proyección del IMACON
- Proyección del PIB de Chile

11.1 PROYECCIÓN DE COSTOS OPERACIONALES

Costos Operacionales	Tasa	2014	2015	2016	2017
Costo de Ventas	7%	\$ 14.691	\$ 16.794	\$ 19.158	\$ 21.629
Gastos de Administración	0,4%	\$ 764	\$ 823	\$ 886	\$ 942
Depreciación	2%	\$ 868	\$ 948	\$ 1.032	\$ 1.112
Amortización	1%	\$ 23	\$ 25	\$ 27	\$ 29
Costos Operacionales totales	7%	\$ 15.455	\$ 17.618	\$ 20.044	\$ 22.572
Total cuentas operacionales		\$ 460	\$ 761	\$ 1.166	\$ 1.692

Costos Operacionales en MUF/Total ingresos		2014	2015	2016	2017
Costo de Ventas		-92%	-94%	-94%	-93%
Gastos de Administración		-5%	-5%	-5%	-5%
Depreciación		-4%	-2%	-3%	-3%
Amortización		0%	0%	0%	0%

11.2 PROYECCIÓN DE RESULTADO NO OPERACIONAL

Resultado No Operacional MUF	2014	2015	2016	2017
Otras Ganancias (Pérdidas)	\$ 136	\$ 157	\$ 182	\$ 208
Ingresos Financieros	\$ 53	\$ 61	\$ 71	\$ 81
Costos Financieros	\$ 253	\$ 293	\$ 338	\$ 386
Part.Ganancias (Pérdidas) Asoc. y Neg. Conj. Cont. Ut. Met. Part	\$ 226	\$ 261	\$ 302	\$ 345
Diferencias de Cambio	\$ 5	\$ 6	\$ 7	\$ 8
Resultados por Unidades de Reajuste	\$ 8	\$ 9	\$ 10	\$ 12
Total cuentas no operacionales	\$ 149	\$ 172	\$ 199	\$ 227

Resultado No Operacional/Total ingresos	2014	2015	2016	2017
Otras Ganancias (Pérdidas)	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%
Ingresos Financieros	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
Costos Financieros	-1,59%	-1,59%	-1,59%	-1,59%
Part.Ganancias (Pérdidas) Asoc. y Neg. Conj. Cont. Ut. Met. Part	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%
Diferencias de Cambio	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%
Total cuentas no operacionales	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%

La proyección del resultado no operacional se asume como estable proyectándose sobre:

- La relación respecto a los ingresos totales proyectados de la empresa
- La tasa corresponde a la tasa promedio entre 2009 y 2013

11.3 GANANCIAS ANTES DE IMPUESTOS

Ganancias Antes de Impuesto	\$ 749,16 4,7%	\$ 1.239,66 6,6%	\$ 1.878,00 8,6%	\$ 2.682,10 10,7%	\$ 3.667,99 12,7%
-----------------------------	-------------------	---------------------	---------------------	----------------------	----------------------

11.4 IMPUESTOS

Impuestos	-\$ 149,83 20,0%	-\$ 247,93 20,0%	-\$ 375,60 20,0%	-\$ 536,42 20,0%	-\$ 733,60 20,0%
-----------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Se asumirá un supuesto de 20% para los impuestos.

11.5 GANANCIA

Ganancia/Pérdida procedente de operaciones discontinuadas					
Resultado despues de impuestos	\$ 599,33 3,73%	\$ 991,73 5,31%	\$ 1.502,40 6,92%	\$ 2.145,68 8,58%	\$ 2.934,39 10,17%

11.6 EERR PROYECTADOS

ESTADOS DE RESULTADOS (miles de UF)		Tasa	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de Actividades Ordinarias			\$ 16.054	\$ 18.683	\$ 21.719	\$ 25.019	\$ 28.855
CONSTRUCCION Y MONTAJES	7%		\$ 12.016	\$ 13.748	\$ 15.696	\$ 17.736	\$ 20.040
INMOBILIARIA	18%		\$ 2.326	\$ 2.915	\$ 3.646	\$ 4.518	\$ 5.597
CONCESIONES			\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
MAQUINARIA	7%		\$ 5.043	\$ 5.792	\$ 6.638	\$ 7.531	\$ 8.542
INTERNACIONAL	10%		\$ 530	\$ 622	\$ 728	\$ 844	\$ 978
Eliminaciones (ingresos intra-actividades)		6%	\$ 3.861	\$ 4.394	\$ 4.990	\$ 5.609	\$ 6.303
Costos Operacionales		Tasa					
Costo de Ventas	7%		\$ 14.691	\$ 16.794	\$ 19.158	\$ 21.629	\$ 24.419
Gastos de Administración	0,4%		\$ 764	\$ 823	\$ 886	\$ 942	\$ 1.003
Depreciación	2%		\$ 868	\$ 948	\$ 1.032	\$ 1.112	\$ 1.198
Amortización	1%		\$ 23	\$ 25	\$ 27	\$ 29	\$ 32
Costos Operacionales totales		7%	\$ 15.455	\$ 17.618	\$ 20.044	\$ 22.572	\$ 25.421
Total cuentas operacionales			\$ 599	\$ 1.065	\$ 1.675	\$ 2.448	\$ 3.434
Costos Operacionales en MUF/Total ingresos							
Costo de Ventas			-92%	-94%	-94%	-93%	-94%
Gastos de Administración			-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Depreciación			-4%	-2%	-3%	-3%	-3%
Amortización			0%	0%	0%	0%	0%
Resultado No Operacional MUF							
Otras Ganancias (Pérdidas)			\$ 137	\$ 160	\$ 186	\$ 214	\$ 214
Ingresos Financieros			\$ 54	\$ 62	\$ 72	\$ 83	\$ 83
Costos Financieros			\$ 256	\$ 298	\$ 346	\$ 398	\$ 398
Part.Ganancias (Pérdidas) Asoc. y Neg. Conj. Cont. Ut. Met. Part.			\$ 228	\$ 266	\$ 309	\$ 356	\$ 356
Diferencias de Cambio			\$ 5	\$ 6	\$ 7	\$ 8	\$ 8
Resultados por Unidades de Reajuste			\$ 8	\$ 9	\$ 11	\$ 12	\$ 12
Total cuentas no operacionales			\$ 150	\$ 175	\$ 203	\$ 234	\$ 234
Resultado No Operacional/Total ingresos		Tasa					
Otras Ganancias (Pérdidas)	0,9%		0,86%	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%
Ingresos Financieros	0,3%		0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
Costos Financieros	-1,6%		-1,59%	-1,59%	-1,59%	-1,59%	-1,59%
Part.Ganancias (Pérdidas) Asoc. y Neg. Conj. Cont. Ut. Met.	1,4%		1,42%	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%
Diferencias de Cambio	#####		-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
Resultados por Unidades de Reajuste	#####		-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%
Total cuentas no operacionales		0,8%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%

Ganancias Antes de Impuesto	\$ 749,16	\$ 1.239,66	\$ 1.878,00	\$ 2.682,10	\$ 3.667,99
	4,7%	6,6%	8,6%	10,7%	12,7%
Impuestos	-\$ 149,83	-\$ 247,93	-\$ 375,60	-\$ 536,42	-\$ 733,60
	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ganancia/Pérdida procedente de operaciones discontinuadas					
Resultado despues de impuestos	\$ 599,33	\$ 991,73	\$ 1.502,40	\$ 2.145,68	\$ 2.934,39
	3,73%	5,31%	6,92%	8,58%	10,17%

12. FLUJO DE CAJA LIBRE

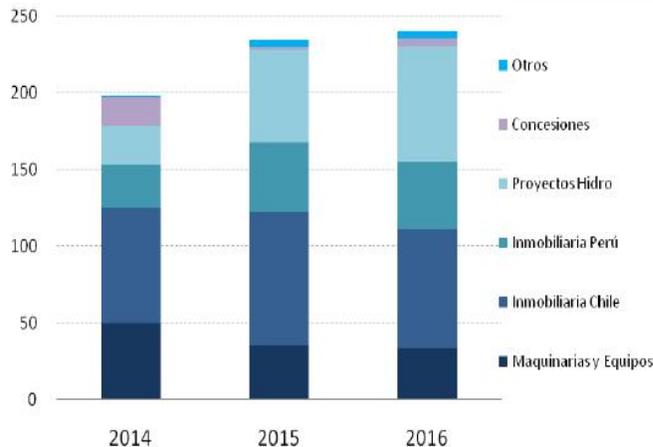
Para obtener el flujo de caja libre, se calculo en una primera instancia el capital de trabajo generado por la compañía. En el caso de Besalco, en promedio, durante el periodo analizado se generó un excedente de capital trabajo debido a la actividad del negocio que necesita un funcionamiento con capital excedentario. El capital de trabajo tiene una repercusión negativa año tras años ya que cada año hay un capital de trabajo mayor, a excepción del año 2011, donde hubo una reducción significativa de capital de trabajo. Para la proyección se tomara en cuenta un escenario con variaciones excedentarias de capital de trabajo, es decir con un capital de trabajo cada vez mayor en relación la tasa de días de capital de trabajo por venta.

	2009	2010	2011	2012	2013	Proyectado	2014	215	216	217	218
KT	2703	3144	2538	3235	3443			4362	5077	5902	6799
<i>KT (días de venta)</i>	83 días	98 días	64 días	70 días	99 días		99 días				
Δ+/- KT [UF]		441	-606	697	209		919	714	825	897	1042
CxC [UF]	3022	3160	4043	4622	5035						
Rotación CxC	3,9	3,7	3,6	3,7	2,5						
<i>CxC (días)</i>	92 días	98 días	102 días	100 días	145 días						
Inventarios (UF)	1585	2547	2954	2986	3478						
Rotación Inventarios	6,7	4,0	4,3	5,0	3,3						
<i>Inventarios (días)</i>	54 días	90 días	85 días	73 días	112 días						
CxP [UF]	1755	2211	2397	2573	2633						
<i>CxP (días)</i>	60 días	79 días	69 días	63 días	85 días						
Ciclo de conversión de efectivo [UF]	2853	3496	4600	5035	5881						
<i>CCE (días)</i>	87 días	110 días	118 días	110 días	172 días						

Se considero el plan de inversiones 2014-2016 anunciado en marzo 2014 por la compañía.



PLAN DE INVERSIONES 2014-2016



• Plan trienal de US\$ 672 mill con US\$198 para el año 2014

La proyección de los flujos de caja libre se realizó bajo una construcción simplificada:

Flujo de caja Libre (Construcción simplificada)	2009	2010	2011	2012	2013E	2014	2015	2016	2017	2018
Resultado Operacional ^(+Depreciación)	\$ 779	\$ 895	\$ 1.010	\$ 967	\$ 471	\$ 479	\$ 852	\$ 1.340	\$ 1.958	\$ 2.747
(-) Inversión de reposición	\$ 820	\$ 867	\$ 860	\$ 1.005	\$ 888	\$ 892	\$ 973	\$ 1.060	\$ 1.142	\$ 1.230
(-) Inversión en nuevos proyectos	-\$ 0,30	-\$ 1,47	-\$ 0,85	-\$ 0,51	-\$ 7,41	-\$ 6,15	-\$ 7,28	-\$ 2,39	-\$ 2,61	-\$ 00,00
(-) Aumentos/disminución KT	\$ -00	-\$ 441	\$ 606	-\$ 697	-\$ 209	-\$ 919	-\$ 714	-\$ 825	-\$ 897	-\$ 1.042
(=) Flujo de caja Libre	\$ 1.599	\$ 1.320	\$ 2.475	\$ 1.275	\$ 1.143	\$ 446	\$ 1.103	\$ 1.572	\$ 2.200	\$ 2.934

Flujo de caja Libre (Construcción simplificada)	2014	2015	2016	2017	2018
Resultado Operacional ^(+Depreciación)	\$ 479	\$ 852	\$ 1.340	\$ 1.958	\$ 2.747
(-) Inversión de reposición	\$ 892	\$ 973	\$ 1.060	\$ 1.142	\$ 1.230
(-) Inversión en nuevos proyectos	-\$ 6,15	-\$ 7,28	-\$ 2,39	-\$ 2,61	-\$ 00,00
(-) Aumentos/disminución KT	-\$ 919	-\$ 714	-\$ 825	-\$ 897	-\$ 1.042
(=) Flujo de caja Libre	\$ 446	\$ 1.103	\$ 1.572	\$ 2.200	\$ 2.934

Para obtener el Flujo de caja libre, se tomó el resultado operacional y agregó la depreciación y la amortización, luego se restó la inversión por proyecto y el aumento del capital de trabajo (salvo el año 2011).

13. VALORACIÓN ECONOMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

WACC	9,3%	
Tasa de crecimiento (%)	0%	
Valor residual (%)	20227,67544	
FLD (MUF)	\$6.050	
Total Valor de la Empresa (MUF)	\$26.278	
Deuda Financiera (MUF)	\$13.379	
Valor Patrimonio (UF)	\$12.898.732	
Nº acciones en circulación	572111164,00	
Precio Acción (UF)	\$0,02255	\$ 531,88299

El precio de la acción en pesos sería de a 532 pesos (UF 23.264). El valor es inferior al valor observado de 681 pesos. Por lo cual podemos concluir que la acción se encuentra sobrevalorada. Al 30 de septiembre del 2013, la acción Besalco presentó un down side de más de 22%.

El precio obtenido en la valoración es cercano al precio actual en 2014 de la acción Besalco, con un supuesto de tasa de crecimiento de 0%. Por lo tanto, podemos concluir que la tasa real de crecimiento es de 0% y que las perspectivas de ganancias serán resultado de los diferentes proyectos y contratos obtenidos (backlog por sector económico).

14. CONCLUSIÓN

Besalco se ubica en un sector económico competitivo, intensivo en inversiones y especialmente sensible al ciclo económico. Esto impacta directamente en sus ingresos y flujos de caja tornándolos más volátiles. Pese a esto, su experiencia en la industria, las perspectivas de mercado y la estrategia de diversificación y sinergia en sus operaciones permiten a Besalco mantener una buena situación. Sin embargo, las inversiones asociadas al desarrollo de los nuevos proyectos se traducirán en un mayor nivel de apalancamiento. Además, se espera sea un deterioro transitorio, con pérdidas que se encuentran, en su mayoría, reconocidas en resultados relacionadas a proyectos ya muy avanzados.

La valoración de la empresa revelo esta situación por una sobrevaloración del precio obtenido. Los ejercicios de sensibilidad en la tasa de crecimiento demuestran que mayoritariamente son los nuevos proyectos que tendrán un impacto directo en el crecimiento de los ingresos y por ende de las ganancias.

En términos de riesgos, el precio de insumos y de la mano de obra tiene un impacto directo en la compañía para lo cual en la mayoría de los contratos se cuenta con índices de reajuste que buscan traspasar, dicho riesgo a los clientes. Entre los riesgos financieros, se destaca la tasa de interés. La variabilidad de la tasa de interés constituye un factor de riesgo en el área de la construcción, afectando en forma directa las ventas inmobiliarias, el costo de financiamiento de la construcción, así como el costo de financiamiento de los equipos.

15. BIBLIOGRAFÍA

- Memoria anual BESALCO 2012
- Memoria anual BESALCO 2011
- Memoria anual BESALCO 2010
- Memoria anual BESALCO 2009
- FECUS BESALCO 2013
- Terminal Reuters
- Bolsa Electrónica de Chile
- Cámara Chilena de la Construcción www.cchc.cl (Indicadores sectoriales)
- Informe MACH “Macroeconomía y Construcción” N 39 diciembre 2013.
- Banco Central de Chile
- “Finanzas corporativas” Berk y Demarzo. Ed. Pearson
- “Finanzas corporativas” Carlos Maquieira. Ed. Andrés Bello.
- Presentación VALORACIÓN DE EMPRESAS MFE U.Chile Profesor Christian Contreras
- Presentación FINANZAS CORPORATIVA MFE U. Chile, Profesor Marcelo González
- Presentación FINANZAS CORPORATIVA MODERNA MFE/MBA U. Chile, Wilson Nakamura
- “La pratique de l'évaluation de l'entreprises” in « Finance d'entreprises » Pierre Vernimmen

16. ANEXOS

Programación Eviews

Dependent Variable: BES_R				
Method: Least Squares				
Date: 01/03/14 Time: 17:42				
Sample (adjusted): 10/24/2008 9/25/2009				
Included observations: 47 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014992	0.006044	2.480671	0.0169
RM	0.152681	0.244935	0.623352	0.5362
R-squared	0.008561	Mean dependent var		0.016021
Adjusted R-squared	-0.013471	S.D. dependent var		0.039592
S.E. of regression	0.039857	Akaike info criterion		-3.565395
Sum squared resid	0.071488	Schwarz criterion		-3.486666
Log likelihood	85.78679	Hannan-Quinn criter.		-3.535769
F-statistic	0.388567	Durbin-Watson stat		1.884155
Prob(F-statistic)	0.536200			

Dependent Variable: BES_R				
Method: Least Squares				
Date: 01/03/14 Time: 17:53				
Sample (adjusted): 10/09/2009 9/24/2010				
Included observations: 51 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008649	0.006196	1.396017	0.1690
RM	1.104957	0.371443	2.974769	0.0045
R-squared	0.152971	Mean dependent var		0.015973
Adjusted R-squared	0.135685	S.D. dependent var		0.043674
S.E. of regression	0.040603	Akaike info criterion		-3.531510
Sum squared resid	0.080783	Schwarz criterion		-3.455752
Log likelihood	92.05349	Hannan-Quinn criter.		-3.502560
F-statistic	8.849250	Durbin-Watson stat		2.239805
Prob(F-statistic)	0.004541			

Dependent Variable: BES_R				
Method: Least Squares				
Date: 01/03/14 Time: 17:53				
Sample (adjusted): 10/09/2009 9/24/2010				
Included observations: 51 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008649	0.006196	1.396017	0.1690
RM	1.104957	0.371443	2.974769	0.0045
R-squared	0.152971	Mean dependent var		0.015973
Adjusted R-squared	0.135685	S.D. dependent var		0.043674
S.E. of regression	0.040603	Akaike info criterion		-3.531510
Sum squared resid	0.080783	Schwarz criterion		-3.455752
Log likelihood	92.05349	Hannan-Quinn criter.		-3.502560
F-statistic	8.849250	Durbin-Watson stat		2.239805
Prob(F-statistic)	0.004541			

Dependent Variable: BES_R				
Method: Least Squares				
Date: 01/03/14 Time: 17:56				
Sample (adjusted): 10/08/2010 9/30/2011				
Included observations: 52 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003175	0.005655	0.561458	0.5770
RM	1.914691	0.245133	7.810824	0.0000
R-squared	0.549586	Mean dependent var		-0.003271
Adjusted R-squared	0.540578	S.D. dependent var		0.059523
S.E. of regression	0.040345	Akaike info criterion		-3.544994
Sum squared resid	0.081386	Schwarz criterion		-3.469946
Log likelihood	94.16985	Hannan-Quinn criter.		-3.516223
F-statistic	61.00897	Durbin-Watson stat		1.957013
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: BES_R
 Method: Least Squares
 Date: 01/03/14 Time: 17:58
 Sample (adjusted): 10/14/2011 9/28/2012
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003156	0.005025	0.628036	0.5329
RM	1.536474	0.279206	5.503008	0.0000
R-squared	0.381962	Mean dependent var		0.006064
Adjusted R-squared	0.369349	S.D. dependent var		0.044940
S.E. of regression	0.035688	Akaike info criterion		-3.789553
Sum squared resid	0.062410	Schwarz criterion		-3.713795
Log likelihood	98.63360	Hannan-Quinn criter.		-3.760604
F-statistic	30.28310	Durbin-Watson stat		2.280932
Prob(F-statistic)	0.000001			

Dependent Variable: BES_R
 Method: Least Squares
 Date: 01/03/14 Time: 17:59
 Sample (adjusted): 10/12/2012 9/27/2013
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002658	0.005570	-0.477115	0.6354
RM	1.380939	0.349192	3.954667	0.0002
R-squared	0.241948	Mean dependent var		-0.005179
Adjusted R-squared	0.226478	S.D. dependent var		0.044933
S.E. of regression	0.039519	Akaike info criterion		-3.585656
Sum squared resid	0.076525	Schwarz criterion		-3.509898
Log likelihood	93.43423	Hannan-Quinn criter.		-3.556707
F-statistic	15.63939	Durbin-Watson stat		2.235333
Prob(F-statistic)	0.000247			

Besalco Energía Renovable construye 13 centrales de pasada por 178 MW

► Las utilidades consolidadas del holding crecieron 31% el año pasado y sus ventas subieron 20%.

por S. N.

  [Tweet](#)

La constructora Besalco entró con fuerza al segmento energético. Su filial Besalco Energía Renovable, creada en el último trimestre del año pasado, desarrolla a la fecha 13 centrales hidroeléctricas de pasada -están en etapas que van de ingeniería básica a construcción- por un total de 178 MW, que suministrarán energía al Sistema Interconectado Central, según detalló la empresa en su balance anual. La primera empezará a operar en el segundo trimestre de 2013.

