



# **VALORACIÓN DE BESALCO S.A.**

## **Por Flujos de Caja Descontados**

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

**Alumno: Victor Caro Armijo**  
**Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales**

**Santiago, Diciembre de 2019**

**A mi Señora e Hijo por el amor,  
tiempo y su constante apoyo.**

## Tabla de Contenido

<b>1. Resumen Ejecutivo</b> .....	5
<b>2. Metodología</b> .....	6
<b>2.1. Principales Métodos de Valoración</b> .....	6
<b>2.2. Modelo de descuento de dividendos</b> .....	6
<b>2.3. Método de Flujos de Caja Descontados</b> .....	7
<b>2.4. Método de Múltiplos</b> .....	9
<b>3. Descripción de la Empresa e Industria</b> .....	11
<b>3.1. Filiales</b> .....	12
<b>3.2. Principales accionistas</b> .....	14
<b>3.3. Industria de la Construcción</b> .....	14
<b>3.4. Empresas Comparables</b> .....	16
<b>3.4.1. Salfacorp</b> .....	17
<b>3.4.2. Socovesa</b> .....	18
<b>4. Descripción del Financiamiento de la Empresa</b> .....	20
<b>4.1. Evolución del Endeudamiento</b> .....	22
<b>5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa</b> .....	23
<b>6. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa</b> .....	25
<b>6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa</b> .....	25
<b>6.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa</b> .....	25
<b>6.2.1. Costo de la Deuda (<math>K_b</math>)</b> .....	25
<b>6.2.2. Beta de la Deuda (<math>\beta_b</math>)</b> .....	26
<b>6.2.3. Beta de la Acción <math>\beta_{pcd}</math></b> .....	26
<b>6.2.4. Beta Patrimonial Sin Deuda (<math>\beta_{psd}</math>)</b> .....	26
<b>6.2.5. Beta Patrimonial con Deuda (<math>\beta_{pcd}</math>)</b> .....	27
<b>6.2.6. Costo Patrimonial (<math>K_p</math>)</b> .....	28
<b>6.2.7. Costo de Capital (<math>K_0</math>)</b> .....	28
<b>7. Análisis Operacional del Negocio e Industria</b> .....	29
<b>7.1. Evolución de los Ingresos por Línea de Negocio</b> .....	29
<b>7.2. Tasas de Crecimiento de la Industria</b> .....	30
<b>7.3. Crecimiento de las Ventas del sector Inmobiliario</b> .....	32
<b>7.4. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2018 al 2022</b> .....	33
<b>7.5. Análisis de Costos de Operación</b> .....	36
<b>7.6. Análisis de Cuentas No Operacionales</b> .....	38
<b>7.7. Análisis de Activos</b> .....	39

<b>7.7.1.</b>	<b>Activos Corrientes No operacionales .....</b>	<b>40</b>
<b>7.7.2.</b>	<b>Activos No Corrientes, No operacionales.....</b>	<b>42</b>
<b>8.</b>	<b>Proyección de Estados de Resultado .....</b>	<b>47</b>
<b>8.1.</b>	<b>Proyección de Ingresos.....</b>	<b>47</b>
<b>8.2.</b>	<b>Proyección de Costos.....</b>	<b>49</b>
<b>8.2.1.</b>	<b>Costos de Ventas.....</b>	<b>49</b>
<b>8.2.2.</b>	<b>Gastos de Administración y Ventas.....</b>	<b>49</b>
<b>8.2.3.</b>	<b>Depreciación y Amortización.....</b>	<b>50</b>
<b>8.3.</b>	<b>Resultado No Operacional .....</b>	<b>51</b>
<b>8.4.</b>	<b>Ganancia Antes de Impuestos.....</b>	<b>52</b>
<b>8.5.</b>	<b>Impuestos .....</b>	<b>52</b>
<b>8.6.</b>	<b>Estado de Resultado Proyectado .....</b>	<b>53</b>
<b>9.</b>	<b>Proyección de Flujos de Caja Libre .....</b>	<b>54</b>
<b>9.1.</b>	<b>Estimación Flujo de Caja Bruto.....</b>	<b>54</b>
<b>9.2.</b>	<b>Estimación del Flujo de Caja Libre .....</b>	<b>55</b>
<b>9.2.1.</b>	<b>Inversión de Reposición .....</b>	<b>55</b>
<b>9.2.2.</b>	<b>Nuevas Inversiones (activo fijo) en base al CAPEX.....</b>	<b>55</b>
<b>9.2.3.</b>	<b>Inversión en Capital de Trabajo.....</b>	<b>57</b>
<b>9.2.4.</b>	<b>Déficit o Exceso de Capital de Trabajo.....</b>	<b>57</b>
<b>9.2.5.</b>	<b>Activos Prescindibles.....</b>	<b>58</b>
<b>10.</b>	<b>Valoración Económica de la Empresa y Precio de la Acción .....</b>	<b>59</b>
<b>10.1.</b>	<b>Valor de la Empresa y Patrimonio Económico .....</b>	<b>61</b>
<b>10.2.</b>	<b>Valor de la Acción .....</b>	<b>61</b>
<b>11.</b>	<b>Conclusiones .....</b>	<b>62</b>
<b>12.</b>	<b>Bibliografía y Referencias.....</b>	<b>63</b>
<b>13.</b>	<b>Anexos.....</b>	<b>64</b>

## 1. Resumen Ejecutivo

El presente estudio tiene por objeto entregar una estimación del valor de mercado de la acción de Besalco, utilizando la información financiera y de la industria disponible al 30.09.2018, aplicando el método de valoración por flujos descontados. El documento aborda un análisis de las actividades y negocios en los cuales participa Besalco: Obras Civiles, Inmobiliario, Maquinaria y Proyectos, junto con las tendencias o proyecciones de la industria para los próximos años.

La valorización mediante flujos incorpora la determinación de la tasa de costo de capital (WACC) la que alcanza a 7,72%, considerando la estructura de endeudamiento objetivo de la empresa (B/P de 1,27 vcs) y la estimación de Beta patrimonial en base a un modelo de mercado (Beta patrimonial con deuda de la estructura objetivo de 2,46 vcs), utilizando datos de los cinco últimos años.

Los flujos proyectados se construyeron sobre estimaciones de crecimiento para cada uno de los segmentos de negocios, distinguiendo las distintas estructuras de costos, reposición e inversión en activos.

Finalmente, la valorización por flujos descontados alcanza a un valor de \$626,57 por acción, siendo un 4,0% superior al precio que presentaba la acción al 28.09.2018.

## 2. Metodología

### 2.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos<sup>1</sup>. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables<sup>2</sup>.

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

### 2.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

---

<sup>1</sup> Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

<sup>2</sup> Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Cap. 8, pp.249 277.

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g, la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (\text{Kp} - g)$$

Donde  $\text{DPA}_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### 2.3. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>4</sup>

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

<sup>4</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

## **2.4. Método de Múltiplos**

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar

que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:

#### Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

#### Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

#### Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

#### Múltiplo de Variables de industria Específica:

- (Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m2 construido en retail)

### 3. Descripción de la Empresa e Industria

Besalco (Clasificada en BBB+/Estables por Feller Rate) es una empresa chilena que participa en el sector construcción, constituida el 27 de mayo de 1944. Participa, en forma directa y a través de sus filiales, en una amplia gama de actividades del sector construcción, entregando servicios relacionados con la ejecución de obras civiles, obras públicas, montajes industriales, servicio de maquinaria y equipos, edificación de proyectos inmobiliarios y concesiones.

En sus primeros años, Besalco ejecutó fundamentalmente urbanizaciones y pavimentaciones en comunas de diferentes ciudades a lo largo del país. Más tarde se expandió fuertemente hacia el área de infraestructura pública y desarrollo inmobiliario. Finalmente, durante las últimas dos décadas, la compañía amplió sus negocios hacia servicios de maquinaria, concesiones de infraestructura pública, líneas de alta tensión y energías renovables. Este desarrollo se ha sustentado en la formación de equipos humanos de alta calificación, así como la innovación mediante la incorporación permanente de nuevas maquinarias y técnicas constructivas. A partir del año 1995, Besalco se transformó en sociedad anónima abierta, siendo la primera constructora chilena en cotizar sus títulos accionarios en la Bolsa de Comercio de Santiago.

La compañía ha realizado proyectos de gran envergadura y complejidad técnica, entre las cuales se incluyen las líneas 1, 4 y 5 del Metro de Santiago, el Congreso Nacional, Aeropuerto Mataveri, entre otras. Entre las principales obras que se encuentra desarrollando en la actualidad, destaca la construcción de las líneas 3 y 6 del Metro de Santiago, las cuales estarán finalizadas entre el segundo semestre del año 2017 y el año 2018.

Los negocios en que participa Besalco se financian por medio de adelantos y pagos que se producen de acuerdo al grado de avance de obras. Para el remanente de obras donde no hay anticipos, el financiamiento se obtiene en forma directa por cada una de las filiales, en casos puntuales, por medio de la matriz.

La compañía estructura sus operaciones en 4 líneas de negocios:

- Obras civiles y construcciones.
- Negocio Inmobiliario.
- Proyectos de Inversión.
- Servicios de maquinarias.

Cabe señalar que las operaciones de Besalco son realizadas principalmente en Chile. En las operaciones realizadas en el extranjero, sus principales ingresos están dados por el negocio inmobiliario y por las inversiones en concesiones en Perú, los cuales son presentados en los segmentos inmobiliarios y proyectos de inversión, respectivamente.

### **3.1. Filiales**

Besalco cuenta con 8 filiales (7 operando en Chile y una en Perú), las cuales se detallan brevemente a continuación:

- **Besalco Inmobiliaria S.A.**

Esta filial se dedica a la construcción de viviendas y en general, ejecución de trabajos, obras o servicios vinculados directa o indirecta a la construcción de inmuebles sea por cuenta propia o ajena. Inversión en bienes raíces, inmuebles, acciones y cualquier tipo de valores como asimismo la administración de éstos

Tiene participación directa en las siguientes subsidiarias: Constructora Besalco S.A., Constructora BGM S.A., Inmobiliaria Parque Quinta Normal S.A., Inversiones e Inmobiliarias Sur S.A., Desarrollo Inmobiliario San Bernardo S.A., Administradora e Inmobiliaria La Ballena S.A. y Fondo de Inversión La Ballena.

- **Besalco Construcciones**

Tiene como objetivo la ejecución de toda clase de obras civiles de construcción, de ingeniería y de arquitectura, instalaciones y líneas. Mantiene participación en las siguientes entidades: Consorcio Besalco EPSA S.A., Constructora El Dial S.A., Constructora CBA S.A., Consorcio El Soldado S.A., Operaciones Relave S.A., Constructora Besalco Fe Grande S.A., Constructora Nilahue S.A., Besalco Cerro Alto S.A., Besalco Ingeniería S.A., Empresa Eléctrica Aguas del Melado Ltda., Besalco Talabre Construcciones y Maquinarias Ltda., Consorcio Constructor Central hidroeléctrica El Paso S.A., Constructora Besalco Belfi Icafal S.A., entre otras.

- **Besalco Maquinarias S.A.**

El negocio de esta filial es la realización de toda clase de actos y contratos realizados con la presentación de servicios a la industria minera en general, incluyendo entre otras, las labores de exploración, ejecución de proyectos y operación de los mismos, como igualmente la adquisición y arrendamiento de equipos y maquinarias para la minería y la construcción, transporte de carga por

carretera. Esta entidad controla entidades como Talleres Besalco Ltda., Equipos Besalco Ltda., Inmobiliaria Tres B Ltda., Constructora Tres B Ltda., Movimiento de Tierra Besalco Ltda., Excavaciones Besalco Ltda., Transportes de Hormigón Uno Ltda, entre otras.

- **Besalco MD Montajes S.A.**

Esta filial se dedica principalmente al estudio, elaboración, y ejecución de proyectos de montaje industrial, que abarca las especialidades de obras civiles, montaje estructural, mecánico, eléctrico, instrumentación y puesta en marcha. La organización de la compañía tiene amplia experiencia en contratos industriales los cuales se desarrollan con altos estándares de seguridad y calidad

- **Besalco Concesiones**

Sus negocios es la ejecución de obras de infraestructura, tales como obras viales, portuarias, aeroportuarias, de aguas y servicios sanitarios o cualquiera otra, que se encomiende bajo la modalidad o sistema de concesiones o bajo cualquier otra figura jurídica distinta a la concesión, siempre que en la forma de ejecución de tales obras se reúna copulativamente la construcción, mantenimiento y explotación de estas. Mantiene el control y propiedad de entidades como Concesionaria Plaza Las Condes S.A., Concesionaria Convento Viejo S.A., Concesionaria BAS S.A., y Ruta Nahuelbuta en proceso de construcción, entre otras.

- **Besalco Energía**

Es la encargada de desarrollar y explotar centrales hidroeléctricas de pasada que suministrarán energía al Sistema Interconectado Central (SIC). De las 13 centrales que forman parte del programa sólo dos están en operación, Los Hierros 1 y Los Hierros 2, que significan una generación de 43 GWH.

- **Kipreos**

(Kipreos Ingenieros S.A. y Servicios Aéreos Kipreos S.A.) prestan el servicio de instalación, ejecución de proyectos, asesorías, exportación y comercialización de productos eléctricos de alta, media y baja tensión, además del transporte aéreo de pasajeros y carga, y trabajos aéreos. El enfoque de estas es minería, construcción, transmisión eléctrica y agricultura, además de la prestación de servicios a los organismos gubernamentales de emergencias nacionales.

- **Besco S.A. Perú**

La filial de Besalco en Perú se dedica a la ejecución de trabajos, obras o servicios vinculados directa o indirectamente a la construcción, movimiento de tierras; importaciones, exportaciones y comercialización de cualquier clase de productos o servicios relacionados con la actividad de la construcción e ingeniería y montaje.

Mantiene participación en el capital de las siguientes organizaciones: Norvial S.A., Inversiones Handle S.A.C., BESCO Edificaciones S.A. y GMVBS S.A.

### 3.2. Principales Accionistas

Al 31 de diciembre de 2017, el patrimonio de Besalco fue de \$199.339 millones y el Patrimonio Neto Atribuible a los Propietarios de la Controladora de \$187.213 millones, aumentando un 3,5% y 2,2% respectivamente en el año, dividido en 576.172.664 acciones suscritas y pagadas, distribuidas entre los siguientes accionistas:

**Tabla 1: Principales Accionistas**

<b>Accionistas</b>	<b>% Participación</b>
Inversiones Don Víctor S.A. <sup>5</sup>	30,08%
Tora Construcciones Limitada	8,40%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,57%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	5,58%
Siglo XXI Fondo de Inversión	4,53%

### 3.3. Industria de la Construcción

El sector construcción es uno de los más relevantes en la economía nacional. Durante los últimos años, según datos del Banco Central, ha representado alrededor de un 2% del Producto Interno Bruto (“PIB”) a la fecha.

El segundo trimestre de 2018 la economía local creció un 7,7% respecto a igual período del año anterior, mientras que el sector de la construcción en el segundo trimestre del presente año subió un

<sup>5</sup> Porcentaje de participación distribuido en 8 Sociedades de Inversión.

8,8% respecto a igual período del año anterior. El resultado del sector se puede explicar por las altas expectativas de crecimiento a nivel país y la estabilidad económica.

**Evolución Trimestral PIB y Variación porcentual del PIB Construcción Chile**



Fuente: Banco Central de Chile

Existe una alta correlación entre el crecimiento del PIB y el crecimiento del monto total de inversión en el sector construcción a nivel nacional. Es posible observar que, en períodos de crecimiento del PIB, el crecimiento del sector construcción lo supera, mientras que, en períodos de decrecimiento del PIB, la inversión en construcción tiende a mostrar mayores tasas de decrecimiento. Una de las razones que explica esta relación es la alta sensibilidad que tiene la industria a los ciclos económicos, manteniendo una relación muy estrecha con los índices de desempleo, tasas de interés a largo plazo, ingreso per cápita y expectativas económicas de la población.

La industria de la construcción se puede separar en dos grandes áreas de negocio: Construcción de Obras Civiles (Infraestructura) y Desarrollo Inmobiliario (Vivienda). El nivel de actividad del área Construcción de Obras Civiles en el país ha estado determinado principalmente por el crecimiento del PIB y el nivel de las tasas de interés, mientras que en el segmento de Desarrollo Inmobiliario se correlaciona con variaciones de los índices de desempleo e inflación.

### Inversión en Construcción Desagregada

	2016	2017	2018P	2016	2017	2018P
	Millones de UF			Variación anual, %		
<b>Vivienda</b>	<b>220,0</b>	<b>221,1</b>	<b>230,3</b>	<b>2,9</b>	<b>0,5</b>	<b>4,1</b>
Pública	46,9	45,9	45,0	3,6	-2,0	-2,0
Privada	173,2	175,2	185,2	2,7	1,2	5,7
Copago prog. sociales	33,6	33,6	34,5	1,0	0,2	2,5
Inmobiliaria sin subsidio	139,6	141,5	150,7	3,1	1,4	6,5
<b>Infraestructura</b>	<b>445,9</b>	<b>414,5</b>	<b>430,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>3,9</b>
Pública	160,8	162,1	165,7	-2,3	0,8	2,2
Pública	112,4	114,2	113,1	-6,5	1,6	-1,0
Empresas autónomas	33,2	32,5	38,1	12,7	-2,0	17,0
Concesiones OO.PP.	15,2	15,3	14,6	2,3	0,8	-5,0
Productiva	285,1	252,4	264,7	-2,4	-11,5	4,9
EE. pública(d)	17,0	18,3	19,4	0,4	7,4	6,5
Privadas(e)	268,1	234,1	245,3	-2,5	-12,7	4,8
<b>Inversión en construcción</b>	<b>665,9</b>	<b>635,6</b>	<b>660,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>2,0 - 6,0</b>

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción A.G.

Durante el 2018, el monto a ser invertido en Chile en el sector de construcción se estima llegará a UF 660 millones. Según estimaciones de la Cámara Chilena de la Construcción A.G. (“CChC”), la inversión en el sector presentará un alza de 3,9% en relación al año anterior.

### 3.4. Empresas Comparables

La industria de la construcción se encuentra altamente fragmentada entre numerosos actores que participan en los distintos negocios generados por esta actividad. En Chile operan 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. Dado que el precio constituye un patrón común en la forma de competir dentro de cada segmento de negocio, el sector se concentra en maximizar las ventajas competitivas de costo operacional y financiero.

La competencia de Besalco S.A. está constituida según el sector de mercado. En el área de obras civiles podemos mencionar a Empresa Constructora Belfi S.A., Empresa Constructora Brottec S.A., y Salfacorp S.A.; en el área de montaje industrial destacan Salfacorp S.A., Sigdo Koppers S.A. y DSD Construcciones y Montajes S.A., entre otras; en el área minera sobresalen entre otras Vecchiola S.A. y la española EPSA; y en el área inmobiliaria destacan Socovesa S.A., Salfacorp S.A., Paz Corp S.A. e Ingeniería y Construcción Simonetti Limitada. 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 Dragados S.A., Ferrovial S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Grupo OHL S.A.C., y Sacyr S.A.

Dada la anterior descripción, podemos destacar por el lado de obras civiles a la empresa Salfacorp y por el área inmobiliaria a Socovesa. Cabe destacar que, ambas empresas poseen unidades de negocios que participan tanto en el área inmobiliaria como en la ingeniería y construcción de obras civiles.

### **3.4.1. Salfacorp**

SalfaCorp S.A. es una de las principales empresas de América Latina ligada al sector de la Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria, con 82 años de historia, indiscutido liderazgo en Chile y presencia internacional en los mercados de Perú, Colombia y Panamá. A través de sus filiales Salfa Ingeniería y Construcción S.A. y Aconcagua S.A., la compañía ofrece una amplia gama de especialidades, tales como montaje y mantenimiento industrial, obras civiles, infraestructura, movimiento de tierra, desarrollo minero, perforaciones, tronaduras, obras marítimas, geotecnia y postensados, entre otros.

SalfaCorp se encuentra estructurada en dos Unidades de Negocio: Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria. Estas Unidades son asistidas por un área de staff común para aprovechar economías de escala, con un esquema de funcionamiento y estandarización replicable en diferentes puntos de América Latina. Esto, sumado a sus más de 25.000 trabajadores, potencia su capacidad logística, permitiéndole participar en los principales proyectos de la Región.

- Ingeniería y Construcción: Líder en la industria de la construcción en Chile y en una activa expansión internacional a través de su oferta de servicios Construcción y Montaje Industrial, Obras Civiles, Edificación de Viviendas, Proyectos EPC y Nuevos Negocios como Mantención Industrial, Desarrollo Minero, Obras Marítimas entre otros. Participa en los diferentes sectores económicos tales como: Minería, Energía, Retail, Forestal, Salud, Hotelero e Industria en general.

ICSA es el principal actor del mercado de Ingeniería y Construcción en Chile, con ventas por \$547.205 millones al cierre de 2018.

Al cierre del año 2018, el EBITDA de esta unidad de negocios ascendía a MM\$ 33.423<sup>6</sup>, correspondiente al 56,4% del EBITDA total de SalfaCorp S.A., al mismo periodo.

- Inmobiliaria: Desarrolla todas las actividades del negocio inmobiliario, desde la investigación de mercado, el diseño y la coordinación de proyectos, incluyendo la construcción, la comercialización y post venta, todo lo cual le permite contar con unidades de alto nivel de especialización y con economías de escala en las zonas en que opera.

El diseño y comercialización de proyectos inmobiliarios integrales se realiza a través de su empresa inmobiliaria Aconcagua, uno de los principales actores del mercado inmobiliario chileno, que cuenta con un portafolio de proyectos diversificados e innovadores según distribución geográfica, precio y tipo de vivienda (casa/departamento) con presencia en los principales centros urbanos del norte, centro y sur del país, entregando soluciones de alto valor percibido para nuestros clientes que incorpora vivienda, comercio, educación y equipamiento, generando una oferta diferenciadora para los diferentes segmentos socioeconómicos.

A diciembre 2018, el EBITDA de esta área de negocios ascendió a MM\$ 25.850<sup>7</sup>, correspondiente al 43,6% del EBITDA total de SalfaCorp S.A., al cierre del año (MM\$59.273).

### 3.4.2. Socovesa

Socovesa es una compañía inmobiliaria y constructora, cuya cadena de valor abarca desde el estudio de proyectos hasta el servicio de postventa. La Compañía posee dos unidades de negocio: Área Inmobiliaria y Área de Ingeniería y Construcción. Cada una está formada por filiales que buscan potenciar el liderazgo en las regiones y nichos de mercado donde opera esta organización.

La Compañía cuenta con dos unidades de negocio: el Área Inmobiliaria y el Área de Ingeniería y Construcción.

- Área Inmobiliaria: Formada por Socovesa (Socovesa Santiago que abarca todos los proyectos inmobiliarios, principalmente casas, ubicados entre las regiones IV y VI, incluyendo la Región Metropolitana; Socovesa Temuco, la cual contempla proyectos inmobiliarios ubicados entre las

---

<sup>6</sup> Fuente: Memoria Anual SalfaCorp S.A. 2018.

<sup>7</sup> Fuente: Memoria Anual SalfaCorp S.A. 2018.

regiones VII y IX y Socovesa Valdivia que abarca proyectos inmobiliarios ubicados desde la XIV región hacia el sur), Almagro, quien desarrolla proyectos de departamentos en altura principalmente para los segmentos socioeconómicos ABC1 y C2; Pilares, filial que desarrolla departamentos en altura, en zonas urbanas para los segmentos C2 y C3; y Socovesa Desarrollos Comerciales, empresa que cubre el segmento de proyectos inmobiliarios no habitacionales.

El EBITDA para esta unidad de negocio, asciende a MM\$ 75.208.- a diciembre 2017; esta cifra se calculo en base a la ponderación que representa esta área en los ingresos totales de la empresa (71%)<sup>8</sup>.

- Área de Ingeniería y Construcción: Formada por Socoicsa Construcción y Socoicsa Montajes, ambas filiales centradas en la ejecución de proyectos para terceros del sector público y privado.

En el área de ingeniería y construcción, la Compañía ha centrado su foco de negocio en la construcción de obras civiles para mandantes, tanto públicos como privados, y en el desarrollo de proyectos de montaje. Es así como Socoicsa ha ejecutado proyectos de oficinas, infraestructura deportiva, educacional y hospitalaria.

Bajo el mismo criterio empleado para la unidad de negocios anterior, el EBITDA para esta área asciende a menos MM\$594.- al cierre 2017; en este caso el segmento Inmobiliaria represento el 29% del total de ingresos a esta fecha<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Fuente: Memoria Anual 2017 Socovesa.

<sup>9</sup> Fuente: Memoria Anual 2017 Socovesa.

## 4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

Besalco posee una deuda financiera de MUF 12.025.- al 30.09.2018, destacando que la sociedad se financia principalmente a través de deudas bancarias y leasing financiero, tal como se muestra en la siguiente tabla.

**Tabla 2: Deuda Financiera 2014 - 2018**

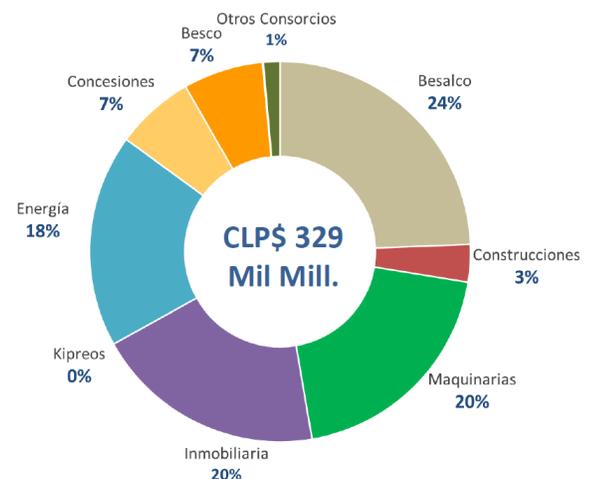
	MUF	2014	2015	2016	2017	2018*
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*	5.053	5.208	4.766	4.686	3.460
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	4.756	6.423	5.683	5.588	8.565
=	<b>DEUDA FINANCIERA</b>	<b>9.809</b>	<b>11.631</b>	<b>10.450</b>	<b>10.274</b>	<b>12.025</b>

\* a Sept-18

La deuda financiera se estructura en un 28,7% en el corto plazo y en un 71,3% en el largo plazo. Adicionalmente, la deuda se encuentra contratada tanto a nivel corporativo (directamente en Besalco) como a través de sus filiales.

En los siguientes cuadros, se muestra la distribución de la deuda financiera de Besalco y sus Filiales en MM\$, comparando Sept-18 con el mismo periodo del 2017.

BESALCO y Filiales	\$ Millones	
	Sep'18	Sep'17
Besalco	80.253	48.937
Construcciones	10.477	24.821
Maquinarias	64.924	23.922
Inmobiliaria	64.502	50.493
Energía	59.613	51.164
Concesiones	22.003	23.008
Besco	22.324	5.293
Kipreos	240	3.320
Otros Consorcios	4.624	2.466
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>328.961</b>	<b>233.425</b>



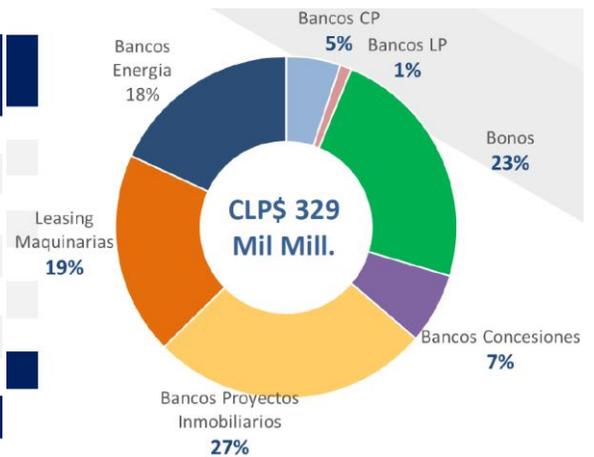
Se produjo un incremento de la deuda total al 3T18 de 41%, explicado por los mayores niveles de inversión al 3T18 por fuerte reactivación en filiales Maquinarias, Inmobiliaria y Besco al 3T18.

Por su parte, la deuda asociada a proyectos de Energía aumento en un 17% por financiamiento de central eólica el 4T17 y aumento del tipo de cambio.

Por otra parte, disminuyo el endeudamiento de BS Construcciones en un 58% explicado por reestructuración financiera y filial Kipreos disminuyó un 93% por término de obras.

En los siguientes cuadros, se muestra la distribución por tipo de financiamiento en MM\$, comparando Sept-18 con el mismo periodo del 2017.<sup>10</sup>

Deuda por Tipo de Financiamiento	\$ Millones	
	Sep'18	Sep'17
Bancos Corto Plazo	16.933	33.640
Bancos Largo Plazo	3.600	24.391
Bonos	76.795	21.514
Bancos Concesiones	22.003	23.008
Bancos Proyectos Inmobiliarios	86.825	55.786
Leasing Maquinarias	63.191	23.922
Bancos Energia	59.613	51.164
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>328.961</b>	<b>233.425</b>



La empresa con fecha 13.09.2018 coloco un bono (Serie B) por UF 2.000.000 al 2,60%, siendo la tasa caratula del 2,70%. Dicha emisión fue en un 82% destinada a refinanciar pasivos.

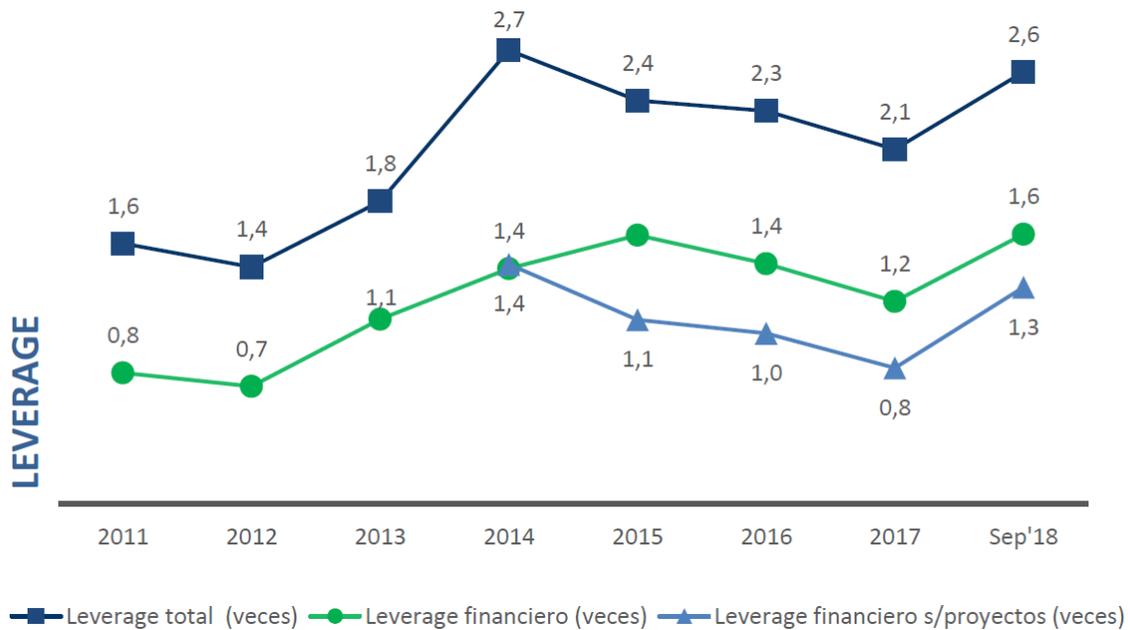
Con esto, la sociedad posee dos emisiones de bonos vigentes (ver Anexo N°14.2), con lo cual la determinación de la tasa de mercado de la deuda (Kb) se estimó de acuerdo con la tasa de colocación del Bono Serie B correspondiente a un 2,60%, considerando que es el ultimo financiamiento de largo plazo obtenido por la empresa y por tanto reflejaría el riesgo actual de la empresa.

<sup>10</sup> Informe Resultados y Negocios – Nov-18. Banchile Inversiones.

#### 4.1. Evolución del Endeudamiento

En línea con lo proyectado se incrementa el endeudamiento a nivel global impulsado por la puesta en marcha de nuevos proyectos en Maquinarias, Inmobiliaria y Besco. Por su parte, la deuda por proyectos de financiamiento sin recursos alcanza los MM\$70.686.

Pasivos Totales	526.624
Deuda Financiera	328.961
Deuda sin recurso (*)	70.686
Deuda Financiera con Recurso	258.275



11 12

<sup>11</sup> Leverage financiero s/proyectos: Excluye deuda financiera de Energía y Concesiones.

<sup>12</sup> Deuda consolidada sin recursos de Besalco: Aguas del Melado, Arrebol, Plaza Las Condes y Plaza Sucre.

## 5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Para determinar la estructura de capital de Besalco, se utilizó la Deuda Financiera (B) y el Patrimonio Económico (P) de la empresa entre los años 2014 y Sept-2018, en miles de Unidades de Fomento (MUF). La deuda financiera corresponde a la cuenta Otros Pasivos Financieros Corrientes y No Corrientes; mientras que el patrimonio económico se calcula multiplicando el precio de la acción de Besalco por el número de acciones que posee al cierre de cada período analizado.

**Tabla 3: Patrimonio Económico**

Fecha	Precio	UF	N° Acciones Suscritas	Patrimonio Económico
2014	350,00	24.627,10	576.172.164	8.188.551
2015	233,53	25.629,09	576.172.164	5.250.030
2016	234,07	26.347,98	576.172.164	5.118.594
2017	727,50	26.798,14	576.172.164	15.641.580
2018	602,26	27.357,45	576.172.164	12.684.130

Cabe destacar que, desde el 2014 el valor de la acción de Besalco se desacoplo del índice bursátil IPSA, debido principalmente a que la desaceleración económica impacto en mayor medida a la industria de la construcción. Por esto, hasta inicios del 2017 la acción aun no presentaba una recuperación, lo que sucedió hacia el segundo trimestre del 2017 con una brusca subida, explicada principalmente por lo castigada que estaba la acción y por las buenas expectativas económicas en vista del potencial cambio de gobierno para el 2018.

A su vez, el Valor de la Empresa (V) se obtiene de la suma de la Deuda Financiera (B) con el Patrimonio Económico (P), el cual se muestra a continuación:

**Tabla 4: Valor Empresa**

	2014	2015	2016	2017	2018*
Deuda Financiera (B)	9.809	11.631	10.450	10.274	12.025
Patrimonio Económico (P)	8.189	5.250	5.119	15.642	12.684
<b>Valor Empresa (V)</b>	<b>17.997</b>	<b>16.881</b>	<b>15.568</b>	<b>25.916</b>	<b>24.709</b>

Por lo tanto, la estructura de capital de Besalco entre los años 2014 y Sept-18, es la siguiente:

**Tabla 5: Estructura de Capital**

Razón	2014	2015	2016	2017	2018*
Endeudamiento (B/V)	0,55	0,69	0,67	0,40	0,49
Patrimonio / Valor Empresa (P/V)	0,45	0,31	0,33	0,60	0,51
Deuda /Patrimonio (B/P)	1,20	2,22	2,04	0,66	0,95

Para el cálculo de la estructura de capital objetiva de la empresa se utilizó el promedio de las razones de los años 2014 a Sept-18, por lo tanto, la estructura de capital objetivo de Besalco que se utilizará para su valoración será la siguiente:

**Tabla 6: Ratios Financieros**

Razón	Promedio
Endeudamiento (B/V)	0,56
Patrimonio / Valor Empresa (P/V)	0,44
Deuda /Patrimonio (B/P)	1,27

## 6. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

### 6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para el cálculo del Beta Patrimonial se utilizó el Modelo de Mercado mediante regresión lineal, analizando los retornos accionarios semanales de Besalco desde la primera semana de octubre de 2014 hasta la última semana de septiembre de 2018. Además, para el cálculo del Beta se utilizaron los retornos semanales del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) para las mismas fechas mencionadas anteriormente.

Con dichos datos se calcularon 3 Betas<sup>13</sup> considerando períodos progresivos de 2 años, cuyos resultados se presentan a continuación:

**Tabla 7: Beta Patrimonial**

	2016	2017	2018
Beta de la Acción	0,9	1,345	2,47
p-value (significancia)	0,093%	0,093%	0,000%
Presencia Bursátil	52,22%	92,78%	95,00%

### 6.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para el cálculo del Costo de Capital se consideró la siguiente información de mercado:

- Tasa libre de riesgo (Rf): 2,12%. Corresponde a la tasa BCU-30 al 28/09/2018.
- Premio por riesgo de mercado (PRM): 6,26%, tasa provista por Damodaran en Julio de 2018.
- Tasa de Impuesto a las corporaciones promedio (2016 – 2018) de un 25,33%.

#### 6.2.1. Costo de la Deuda ( $K_b$ )

La empresa colocó un bono por UF 2.000.000 con fecha 13.09.2018 al 2,60%, siendo la tasa caratula del 2,70%.

<sup>13</sup> El coeficiente beta se obtuvo utilizando Análisis de Datos de Excel. El detalle de los outputs de cada modelo se entrega en el Anexo 3.

### 6.2.2. Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

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

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_b$$

Despejando  $\beta_b$ :

$$\beta_b = (k_b - r_f) / [E(R_m) - r_f]$$

$$\beta_b = \frac{2,60\% - 2,12\%}{6,26\%}$$

$$\beta_b = \frac{0,48\%}{6,26\%}$$

$$\beta_b = 0,076$$

### 6.2.3. Beta de la Acción ( $\beta_p^c$ )

**Tabla 8: Beta de la Acción**

Beta de la Acción	2018
IGPA	2,47
IPSA	2,28

### 6.2.4. Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta_p^s$ )

Para el cálculo del  $\beta_p^s$  se considerará lo siguiente:

- Se utilizará el Beta Patrimonial con deuda  $\beta_p^c$  del año 2018 (en base al IGPA), ya que, se considera que es el indicador del riesgo sistemático más actual de la compañía.
- El cálculo considera la estructura B/P promedio de los años 2014 a Sept-18, que alcanza a 1,27 ves.
- Se utilizará la ecuación de Rubinstein, dado que se considera que la deuda de la empresa es riesgosa, la que se expresa de la siguiente forma:

Según las fórmulas propuestas por Rubinstein (1973)<sup>14</sup>, el

$$\beta_p^c = \beta_p^s \left[ 1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b \frac{B}{P}$$

Donde  $\frac{B}{P} = 1,27$ , corresponde a la estructura de capital promedio.

Despejando  $\beta_p^s$ :

$$\beta_p^s = \frac{\beta_p^c + (1 - t_c) \beta_b \frac{B}{P}}{\left[ 1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]}$$

$$\beta_p^s = \frac{2,47 + (1 - 0,2533) 0,076 * 1,27}{[1 + (1 - 0,2533) * 1,27]}$$

$$\beta_p^s = \frac{2,542}{1,948}$$

$$\beta_p^s = 1,30$$

### 6.2.5. Beta Patrimonial con Deuda ( $\beta_p^c$ )

Utilizando nuevamente la fórmula del punto anterior.

$$\beta_p^c = \beta_p^s \left[ 1 + (1 - t_c) \frac{B^*}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b \frac{B^*}{P}$$

Donde  $\frac{B^*}{P} = 1,41$ , representa la estructura de capital objetivo de la empresa

$$\beta_p^c = 1,3 [1 + (1 - 0,2533) * 1,27] - (1 - 0,2533) * 0,076 * 1,27$$

$$\beta_p^c = 2,461$$

<sup>14</sup> Se utilizaron las fórmulas propuestas por Rubinstein (1973), dado que  $k_b > r_f$ .

### 6.2.6. Costo Patrimonial ( $K_p$ )

Para el cálculo de la tasa de costo patrimonial se utilizó la fórmula de CAPM, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa, el Premio por Riesgo de Mercado (PRM – 6,26%) y la tasa de libre riesgo de 2,12% definidas.

Por lo tanto, el costo patrimonial equivale a lo siguiente:

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_p^c$$

$$k_p = 2,12\% + 6,26\% * 2,461$$

$$k_p = 17,53\%$$

### 6.2.7. Costo de Capital ( $K_0$ )

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), se estimó el costo de capital para Besalco.

$$k_0 = k_p \frac{P}{V} + k_b(1 - t_c) \frac{B}{V}$$

Donde  $\frac{B}{V} = 0,56$  y  $\frac{P}{V} = 0,44$  corresponde a la razón de endeudamiento propuesta.

$$k_0 = 17,53\% * 44\% + 2,60\% * (1 - 25,33\%) * 56\%$$

$$k_0 = 7,72\%$$

## 7. Análisis Operacional del Negocio e Industria

### 7.1. Evolución de Ingresos por Línea de Negocio

En el siguiente análisis se presenta la evolución de los ingresos del período 2014-2018, desglosado por Unidad de Negocio, expresados en MUF, un porcentaje de distribución de los ingresos totales y el porcentaje de variación con respecto al período anterior, esto con el objetivo de hacer un análisis comparativo y porcentual.

**Tabla 9: Ingresos por Venta**

Ítem	MUF				
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos x Ventas</b>	<b>12.861</b>	<b>15.245</b>	<b>15.051</b>	<b>15.638</b>	<b>16.386</b>
Obras Civiles	6.945	8.690	8.428	8.914	8.357
Maquinarias	3.730	2.897	2.860	3.284	4.097
Inmobiliario	1.929	3.354	3.311	2.815	3.277
Proyecto Inversión	257	305	301	626	655

**Tabla 10: Variación de los Ingresos**

Ítem	Variación %			
	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos x Ventas</b>	<b>18,5%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,8%</b>
Obras Civiles	25,1%	-3,0%	5,8%	-6,2%
Maquinarias	-22,3%	-1,3%	14,8%	24,7%
Inmobiliario	73,8%	-1,3%	-15,0%	16,4%
Proyecto Inversión	18,5%	-1,3%	107,8%	4,8%

**Tabla 11: Peso relativo de las Ventas**

Ingresos x Ventas	Peso relativo sobre las ventas totales				
	2014	2015	2016	2017	2018
Obras Civiles	54%	57%	56%	57%	51%
Maquinarias	29%	19%	19%	21%	25%
Inmobiliario	15%	22%	22%	18%	20%
Proyecto Inversión	2%	2%	2%	4%	4%

- El primer cuadro nos indica los ingresos por unidad de negocio en los últimos 5 años.
- En el segundo cuadro vemos las variaciones de los ingresos con respecto al período anterior, en donde se observa claramente una desaceleración económica en el sector construcción a partir del 2016, provocando un alto nivel de variabilidad en los ingresos de cada sector. Si bien se muestran tasas de crecimiento positivas, el área de Obras Civiles presenta una baja de 6,2% respecto al 2017, considerando que ésta es la principal línea de negocios de Besalco.
- El tercer cuadro nos muestra la ponderación de las áreas de negocio con respecto a sus ingresos totales, por lo que aprecia claramente que Obras Civiles es el área de negocio más significativa de sus ingresos totales representando aproximadamente un 51% al cierre 2018, mientras que la parte Inmobiliaria y Maquinarias representan un 20% y 25% respectivamente.

## 7.2. Tasas de Crecimiento de la Industria

Besalco y sus Áreas de Negocios están insertas en el Sector Construcción, por lo que sus principales indicadores de relaciones son<sup>15</sup>:

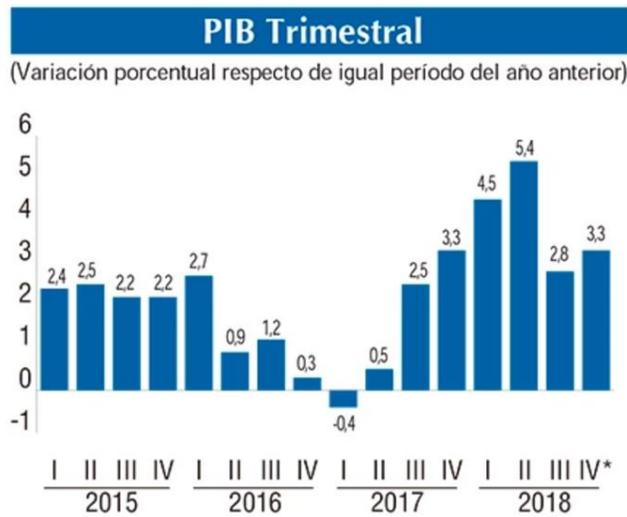
Índice Mensual de actividades de la construcción (IMACON), elaborado por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), establece una métrica de crecimiento en el sector a través de la ponderación de 5 indicadores individuales. El escenario económico chileno presentó una desaceleración económica los años 2016 y 2017, pero al cierre del 2018 ya se pueden observar importantes mejoras, cerrando con un IMACOM de 0,7%.

Esto sumado a los buenos resultados del PIB que vienen desde el tercer trimestre del 2017 y que ha continuado en asenso el 2018 con un cierre de crecimiento del 4%.

---

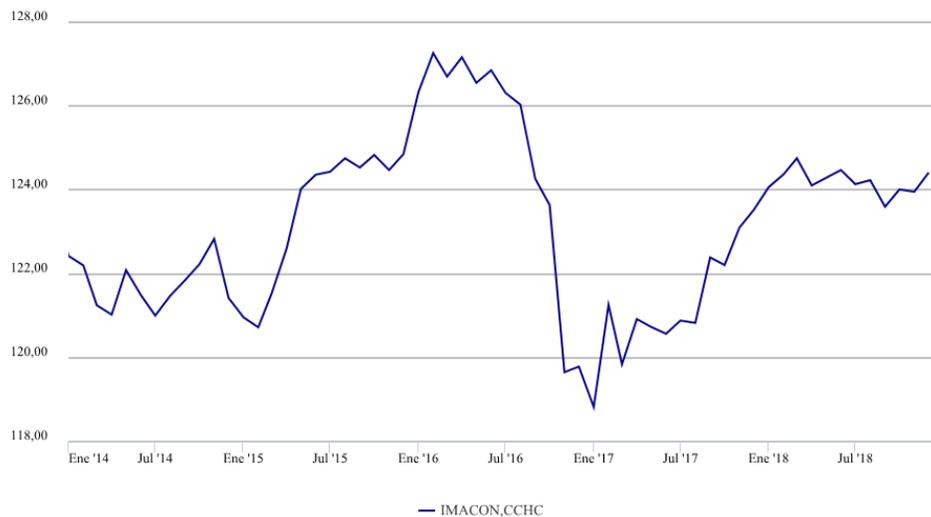
<sup>15</sup> <http://www.cchc.cl/> - Informe MACH49-2018

RESULTADOS DE DICIEMBRE DE 2018					
INDICADOR	Cambios en 12 meses (en %)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Empleo Sectorial (INE)	-2,0	5,6	-2,1	-0,1	4,6
Despacho de Materiales (CChC)	-20,0	9,0	-5,4	-2,7	9,1
Ventas de Proveedores (CChC)	4,7	4,9	-12,7	5,9	-5,7
Actividad de CC.GG. (CChC)	-11,2	14,0	2,2	-2,7	21,0
Permisos de Edificación (INE)	40,1	33,8	-45,0	-21,0	17,1
<b>IMACON</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>



(\*): Preliminar. Fuente: Banco Central.

#### Indicadores de actividad de la construcción



Banco Central de Chile.

### 7.3. Crecimiento de las Ventas del sector Inmobiliario<sup>16</sup>

**Tabla 12: Unidades Vendidas**

Ventas	Unidades Mercado Inmobiliario				
	2014	2015	2016	2017	2018
Viviendas	63.981	79.920	51.520	57.360	60.870
Departamentos	44.567	60.070	37.820	44.000	48.500
Casas	19.414	19.850	13.700	13.360	12.370

**Tabla 13: Variación de Ventas Anuales**

Ventas	Variación %			
	2015	2016	2017	2018
Viviendas	24,9%	-35,5%	11,3%	6,1%
Departamentos	34,8%	-37,0%	16,3%	10,2%
Casas	2,2%	-31,0%	-2,5%	-7,4%

#### Venta de vivienda nacional

Miles de viviendas



Fuente: Informe MACH49-2018, CCHC.

<sup>16</sup> Fuente: Informes MACH – CCHC.

#### 7.4. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2018 al 2022

En 2018 el sector construcción consolidó su proceso de recuperación económica, dejando atrás el régimen recesivo por el que transitó la inversión sectorial en los últimos tres a cuatro años. En particular, destacó el hecho de que la mayoría de los indicadores parciales del IMACON no sólo mejoraron su ritmo de crecimiento interanual a partir de la segunda mitad de 2017, sino que además experimentaron una cierta sincronía en sus resultados. Esto último, junto con los mejores resultados de la confianza empresarial, entrevieron una transición política-económica hacia un escenario menos incierto para la inversión.

Para el 2019 el rango de crecimiento anual para la inversión sectorial sería de 2,6% a 6,6%, algo mayor a lo recientemente estimado para 2018 y a la proyección publicada en el Informe MACH 48. Ello, en parte, es coherente con el hecho de que, al tercer trimestre del año en curso, se aprecia un cambio positivo de las iniciativas de inversión catastrada en la CBC y en los montos de inversión aprobados de grandes proyectos del Sistema de Evaluación de Impacto Ambiental (SEA) respecto de lo observado un año atrás. A nivel desagregado, la mayor inversión ocurre tanto en vivienda como en infraestructura, siendo esta última altamente incidente en la inversión total. Mientras que para 2020 el crecimiento proyectado oscila en un intervalo de 1,4% y 5,4% anual. Este escenario supone que la política monetaria continuará siendo expansiva durante 2019 y menos expansiva durante 2020, toda vez que la tasa neutral de política se estima entre 4% y 4,5% anual.<sup>17</sup>

Por su parte, el mercado inmobiliario en los primeros 9 meses del 2018 ha sido significativamente mejor a lo presupuestado, con avances de 9% en Santiago y 6% a nivel nacional. Ello ocurrió como consecuencia del buen desempeño del mercado de departamentos, con alzas superiores al 10%, y a pesar del deterioro del mercado de casas, con rezagos superiores al 5%. Se estima que son varios los factores que explican este resultado: por un lado, la presencia de inversionistas en el mercado inmobiliario, toda vez que el arriendo ha ido ganando importancia relativa entre las diversas modalidades de tenencia de vivienda, al mismo tiempo que ofrece todavía rendimientos atractivos en comparación con otros activos financieros; por otro, la existencia de cierta porción de viviendas disponibles con beneficio fiscal, lo cual será un estímulo adicional en los próximos trimestres; y por último, estrategias de financiación más flexibles frente a la exigencia de un pie mínimo de 20% por parte de las entidades bancarias.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Informe MACH49-2018 – CCHC

<sup>18</sup> Informe MACH49-2018 – CCHC

Para el 2019, se estima a nivel nacional una comercialización de 65.000 unidades, lo que implica un avance de 3,7% respecto de 2018.<sup>19</sup>

Respecto al escenario base para estimar la evolución futura de la demanda por vivienda se considera avances del PIB en el rango 4% a 4,5% en 2018 y 3,4% a 4,4% en 2019, y 2,8% a 3,8% para el 2020, en línea con las expectativas de los agentes privados. Asimismo, se estima que la inflación registrará alzas anuales promedio en torno a 2,6% en 2018 y 3,0% en 2019, dentro del rango de tolerancia de la autoridad monetaria. Este escenario supone un paulatino proceso de normalización de la tasa de política monetaria, acorde a las expectativas de los analistas y operadores financieros.<sup>20</sup>

#### Proyecciones Económicas

	2016	2017	2018 (e)	2019 (f)	2020 (f)
PIB	1,3	1,5	4,0 - 4,5	3,4 - 4,4	2,8 - 3,8
Demanda interna	1,3	3,1	4,7	3,8	3,3
Demanda interna (sin variación existencia)	2,1	1,6	4,2	3,7	3,5
Formación bruta de capital fijo	-0,7	-1,1	5,1	4,6	3,8
Construcción	-0,7	-4,6	2,0 - 6,0	2,6 - 6,6	1,4 - 5,4
Consumo	2,9	2,4	3,9	3,5	3,4
Exportaciones	0,0	-0,6	4,8	4,3	2,6
Importaciones	0,2	4,7	6,2	4,4	2,8
Inflación del IPC	3,8	2,2	2,6	3,0	3,0
Tasa de desempleo nacional	6,5	6,7	6,9	6,8	6,9
Tasa de desempleo construcción	9,0	9,7	8,9	8,4	8,5

(e) Valores estimados.

(f) Valores proyectados.

Fuente: CChC.

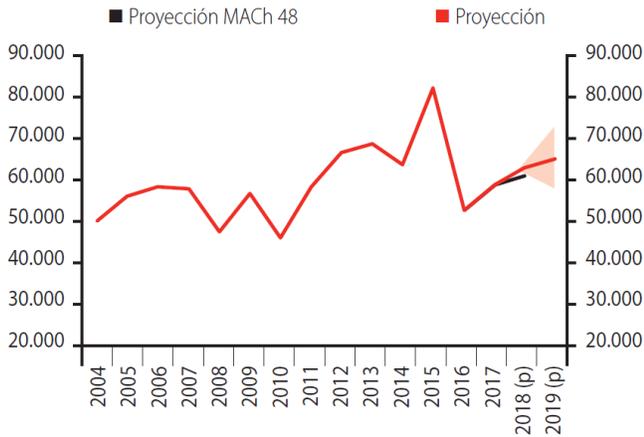
#### Inversión en construcción desagregada

	2017	Estimado 2018	Proyección 2019	2017	Estimado 2018	Proyección 2019
	Millones de UF			Variación anual (en %)		
<b>Vivienda</b>	221,1	230,3	240,7	0,5	4,1	4,6
Pública (a)	45,9	45,0	47,6	-2,0	-2,0	5,7
Privada	175,2	185,2	193,1	1,2	5,7	4,3
Copago prog. sociales	33,6	34,5	34,1	0,2	2,5	-1,1
Inmobiliaria sin subsidio	141,5	150,7	159,0	1,4	6,5	5,5
<b>Infraestructura</b>	414,5	430,4	450,6	-7,1	3,9	4,7
Pública	162,1	165,7	170,2	0,8	2,2	2,7
Pública (b)	114,2	113,1	113,3	1,6	-1,0	0,2
Empresas autónomas (c)	32,5	38,1	40,5	-2,0	17,0	6,5
Concesiones OO.PP.	15,3	14,6	16,4	0,8	-5,0	12,7
Productiva	252,4	264,7	280,3	-11,5	4,9	5,9
EE. pública (d)	18,3	19,4	15,9	7,4	6,5	-18,3
Privadas (e)	234,1	245,3	264,4	-12,7	4,8	7,8
<b>Inversión en construcción</b>	635,6	660,7	691,3	-4,6	2,0 - 6,0	2,6 - 6,6

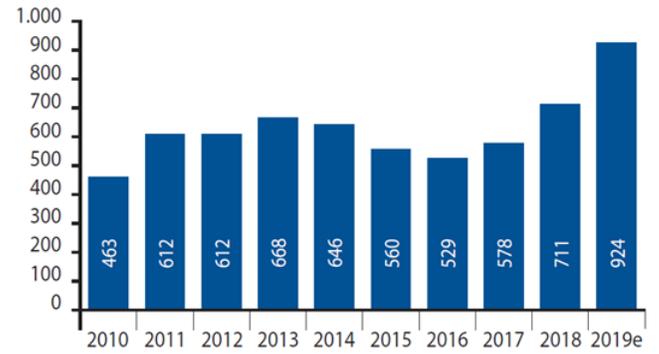
<sup>19</sup> Informe MACH49-2018 – CCHC

<sup>20</sup> Informe MACH49-2018 – CCHC

**GRÁFICO 2.41**  
**Proyección de ventas (nacional)**

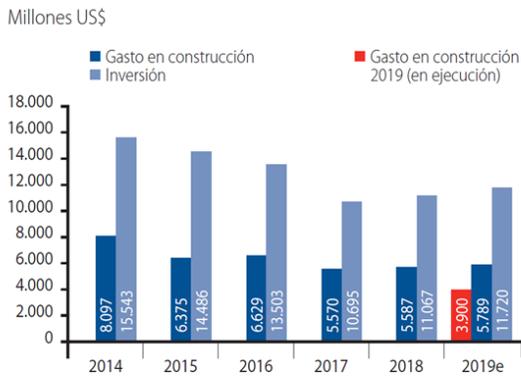


**Flujo de inversión real observado y estimado**  
Millones US\$



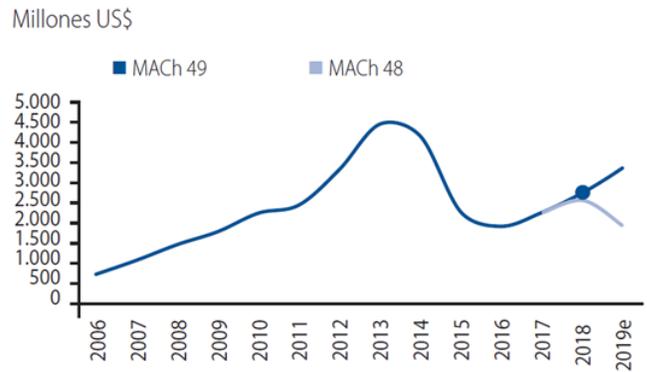
Nota: Corresponden a los proyectos en construcción a octubre de 2018.  
Fuente: CChC en base a información MOP.

**Distribución anual de la inversión y gasto en construcción**



Fuente: CChC en base a catastros de la CBC.

**Gasto en construcción sector minería**



Fuente: CChC en base a catastros de la CBC.

## 7.5. Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación de una empresa se definen como aquellos costos directos e indirectos necesarios para la entrega de los bienes y servicios ofrecidos y vendidos por una entidad en particular, de acuerdo con la actividad principal que ésta desarrolla, en un período determinado, según establecen las normas legales vigentes.

Antes de detallar los costos de operación de la empresa, debemos tomar en cuenta que considera esta misma como actividad u operación principal; según se establece en las notas contables de los Estados Financieros de Besalco, la sociedad mantiene inversiones en diversos sectores de la economía chilena mediante las siguientes filiales<sup>21</sup>:

- Los servicios de obras civiles y construcciones son administrados por Besalco Construcciones S.A.;
- El negocio inmobiliario es administrado a través de Besalco Inmobiliaria S.A., y por Besco S.A.C., en el ámbito internacional;
- El negocio de servicios de maquinarias es administrado por Besalco Maquinarias S.A.;
- Los servicios de concesiones con inversiones en concesiones de embalses, recintos penitenciarios y estacionamientos son administrados por Besalco Concesiones S.A.;
- Los servicios de desarrollo de proyectos de energía renovables y operación de estos son administrados por Besalco Energía Renovable S.A.

Dada la definición anterior, y considerando la información pública proporcionada por la empresa<sup>22</sup>, podemos señalar que los costos de operación de Besalco son:

- **Costo de venta:** A grandes rasgos, el costo de venta es el costo en que incurre una empresa para comercializar un bien, o para prestar un servicio. En el caso particular de Besalco<sup>23</sup>, esta partida incluye los costos de materiales directos, costos de mano de obra y costos indirectos en los cuales incurre para transformar los materiales en productos terminados (incluyendo la depreciación). Considera además gastos generales por concepto de traslado de inventarios a su ubicación y condiciones definitivas.

---

<sup>21</sup> Nota Contable N° 1.b. EEFF 2018: “Descripción de operaciones y actividades principales”.

<sup>22</sup> Anexo 3.1: Estados Consolidados de Resultados Integrales (Fuente: CMF)

<sup>23</sup> Nota Contable N° 3, EEFF 2018.

Adicionalmente, las existencias de largo proceso de producción (principalmente proyectos inmobiliarios), tienen incorporado los costos asociados al financiamiento externo que son directamente atribuidos a la adquisición, construcción o producción, tanto de carácter específico como genérico.

**Nota 29 – Costo de Ventas**

El detalle de este rubro es el siguiente:

Detalle	01/01/2018	01/01/2017
	31/12/2018	31/12/2017
	M\$	M\$
Obras Civiles y Construcciones	(229.267.441)	(220.464.460)
Inmobiliario	(68.574.417)	(73.435.457)
Proyectos de Inversión	(16.039.586)	(14.448.157)
Servicios de Maquinarias	(90.649.554)	(69.195.059)
<b>Total</b>	<b>(404.530.998)</b>	<b>(377.543.133)</b>

- **Gastos de Administración:** en general esta partida considera a aquellos gastos directamente relacionados con la gestión administrativa, orientada a la dirección, planificación y organización de las políticas establecidas para el desarrollo de la principal actividad operativa de la organización, incluyendo las incurridas en las áreas ejecutiva, financiera, comercial, legal y administrativa.

**Nota 43 – Gastos de Administración**

El detalle de este rubro al 31 de diciembre de cada año es el siguiente:

Detalle	01/01/2018	01/01/2017
	31/12/2018	31/12/2017
	M\$	M\$
Obras Civiles y Construcciones	(7.686.843)	(11.139.159)
Inmobiliario	(6.528.967)	(5.156.983)
Proyectos de Inversión	(1.645.270)	(1.180.458)
Servicios de Maquinarias	(2.133.426)	(1.765.165)
<b>Total</b>	<b>(17.994.506)</b>	<b>(19.241.765)</b>

**Tabla 14: Costos de Operación**

Ítem	MUF					
	2014	2015	2016	2017	2018*	2018
Costo de Ventas	12.246	13.303	13.310	14.088	10.227	14.675
Gastos de Administración	669	692	613	718	556	653
Depreciación	734	798	726	696	551	807
Amortización	46	26	36	62	35	47
<b>Costos de operación</b>	<b>13.694</b>	<b>14.819</b>	<b>14.685</b>	<b>15.564</b>	<b>11.369</b>	<b>16.182</b>

\* a sept-18

## 7.6. Análisis de Cuentas No Operacionales

La distinción entre cuentas Operacionales y No Operacionales (clasificación 1), se realizó en base a las partidas operacionales que guardan directa relación con el giro principal de la empresa.

Por otro lado, se clasificó como No Recurrentes aquellas partidas de carácter inusual o poco frecuente; según establecen la NIC 8, representan a las ganancias o pérdidas derivadas de sucesos o transacciones diferentes de las actividades ordinarias de la empresa y que por lo tanto no se espera que se repitan regularmente<sup>24</sup>. Contrario a esto, se consideró partidas recurrentes aquellas factibles de observarse periódicamente.

Dado lo anterior, la clasificación de cuentas del EERR de Besalco sería la siguiente:

**Tabla 15: Clasificación de Cuentas**

Ítem	Clasificación 1	Clasificación 2
Ingresos de Actividades Ordinarias	Operacional	
Costo de Ventas	Operacional	
Ganancia Bruta	Operacional	
Gastos de Administración	Operacional	
Otras Ganancias (Pérdidas)	No Operacional	Recurrente
Ingresos Financieros	No Operacional	Recurrente
Costos Financieros	No Operacional	Recurrente
Participación en Ganancia (Pérdida) de Asociadas y Negocios conjuntos contabilizadas por el Método de la Participación	No Operacional	No Recurrente
Diferencias de Cambio	No Operacional	Recurrente
Resultados por Unidades de Reajuste	No Operacional	Recurrente
Beneficio (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	No Operacional	Recurrente

Cabe señalar que, en términos no operacionales, destacan en los estados financieros consolidados de Besalco las ganancias de empresas asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación, la cual ascendió a MM\$ 1.877.- Estas ganancias derivan principalmente de la empresa de desarrollos inmobiliarios Parque de Comas S.A. localizada en Perú.

Junto a la partida anterior, se destaca además la cuenta “Otras ganancias” por MM\$ 5.671.- e “Ingresos Financieros” por MM\$3.287.- (al cierre 2018).

<sup>24</sup> Definición de Partidas no Usuales, señalada en la NIC N°8.

## 7.7. Análisis 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.

En el siguiente cuadro, se presenta la clasificación de los activos de la empresa por "operacional" y "no operacional":

ACTIVOS	M\$	UF	Clasificación
	sept-18	sept-18	
<b>Activos Corrientes</b>			
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	33.406.570	1.221.114	Operacional
Otros Activos Financieros corrientes	3.645	133	No Operacional
Otros Activos No financieros corrientes	2.416.588	88.334	No Operacional
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar corrientes	167.850.079	6.135.443	Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas corriente	10.798.822	394.731	No Operacional
Inventarios	138.248.225	5.053.403	Operacional
Activos por Impuestos corrientes	16.205.106	592.347	No Operacional
Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta	4.868.755	177.968	No Operacional
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>373.797.790</b>	<b>13.663.473</b>	

ACTIVOS	M\$	UF	Clasificación
	sept-18	sept-18	
<b>Activos No Corrientes</b>			
Otros Activos No Financieros no corrientes	14.523.573	530.882	No Operacional
Cuentas por Cobrar no corrientes	20.122.375	735.535	Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas no corrientes	8.103.801	296.219	No Operacional
Inventarios no corrientes	13.468.682	492.322	Operacional
Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación	35.405.375	1.294.177	No Operacional
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	29.671.979	1.084.603	No Operacional
Plusvalía	2.437.826	89.110	No Operacional
Propiedades, Plantas y Equipos	191.826.994	7.011.874	Operacional
Propiedades de Inversión	1.388.550	50.756	No Operacional
Activos por Impuestos Diferidos no corrientes	40.827.868	1.492.386	No Operacional
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>357.777.023</b>	<b>13.077.864</b>	
<b>Total Activos</b>	<b>731.574.813</b>	<b>26.741.338</b>	

### 7.7.1. Activos Corrientes No operacionales

- *Otros Activos Financieros*: Los otros activos financieros corresponden a inversiones en fondos mutuos no consideradas como efectivo equivalente<sup>25</sup>.

El Detalle a Septiembre 2018 es el siguiente:

**Tabla 16: Otros Activos Financieros**

	M\$
Derechos Fiduciarios	3.645
<b>Total</b>	<b>3.645</b>

Corresponden a derechos fiduciarios de la filial Besco Colombia SAS.

- *Otros Activos No financieros*: La composición del rubro a septiembre 2018 es la siguiente<sup>26</sup>:

**Tabla 17: Otros Activos No Financieros**

	M\$
Garantías de Arriendos	18.970
Seguros	632.416
Gastos Pagados por anticipado	1.449.687
Desarrollo de Proyectos	315.515
<b>Totales</b>	<b>2.416.588</b>

- *Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas*: esta partida agrupa las cuentas por cobrar a empresas coligadas y asociadas en algún proyecto con Besalco. El detalle a Septiembre 2018, de la porción corriente de esta cuenta, es el siguiente<sup>27</sup>:

<sup>25</sup> Nota Contable N°9, EEFF Sept 2018.

<sup>26</sup> Nota Contable N°10, EEFF Sept 2018.

<sup>27</sup> Nota Contable N°12.a., EEFF Sept 2018.

a) **Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas**

Rut	Sociedades	Naturaleza de la Relación	Moneda	30-09-2018 (No auditado)	
				Corriente M\$	No Corriente M\$
84.134.700-5	Antolín Cisternas y Cía. S.A.	Asociada en Proyecto	Pesos	146.000	-
89.918.800-4	Arauco S.A.	Asociada en Proyecto	Pesos	1.549.143	-
89.371.200-3	Arcadis Chile S.A.	Asociada en Proyecto	Pesos	21.000	-
76.091.747-8	Arrigoni Ingeniería y Construcción S.A.	Asociada en Proyecto	Pesos	1.096.407	-
76.376.843-0	Bodegas AB Express S.A. (1)	Coligada	Pesos	-	2.021.995
76.592.750-1	Central Hidroeléctrica Convento Viejo S.A. (2)	Coligada	Pesos	50.966	-
76.135.284-9	Consorcio Constructor Hospital de Talca S.A.	Negocios Conjuntos	Pesos	984.967	5.133.085
76.162.896-8	Consorcio Constructor Techint Besalco Ltda.	Negocios Conjuntos	Pesos	155	-
96.727.850-5	Constructora CBA S.A. (1)	Coligada	Pesos	509.931	402.700
76.133.786-6	Constructora DCB S.A.	Coligada	Pesos	123.715	-
99.593.600-3	Constructora Nilahue S.A.	Coligada	Pesos	6.066	-
76.683.619-4	Desarrolladora de Proyectos del Sur S.A.	Coligada	Pesos	341.201	-
76.020.028-K	Dragados Besalco S.A.	Coligada	Pesos	505.373	-
59.073.330-K	Dragados S.A. Agencia en Chile	Asociada en Proyecto	Pesos	1.925.421	-
76.413.027-8	Empresa Eléctrica Puesto SpA	Coligada	Pesos	69.236	-
96.773.060-2	Excavaciones y Proyectos de Chile S.A.	Asociada en Proyecto	Pesos	144	-
96.825.130-9	Ferrovial Agroman Chile S.A.	Asociada en Proyecto	Pesos	2.751	-
76.074.618-5	Fondo de Inv. Privado La Ballena	Coligada	Pesos	-	498.021
0-E	Gmrvs S.A.	Coligada	Sol Peruano	5.480	-
76.175.731-8	Inmobiliaria La Ballena S.A.	Coligada	Pesos	209.671	-
96.611.930-6	JRI Ingeniería S.A.	Asociada en Proyecto	Pesos	21.000	-
0-E	Miranda Constructores S.A.	Coligada	Sol Peruano	-	-
89.205.500-9	Moller y Pérez Cotapos Ingeniería y Construcción Ltda.	Asociada en Proyecto	Pesos	41.451	-
0-E	Promotora Inmobiliaria la Frissia S.A.S.	Asociada en Proyecto	Peso Colombiano	2.842.431	-
0-E	Promotora Twins S.A.S.	Coligada	Peso Colombiano	217.977	-
76.338.870-0	Soc. Concesionaria Embalse Convento Viejo S.A.	Coligada	Pesos	10.482	48.000
96.994.390-5	Sociedad Concesionaria Bas S.A.	Coligada	Pesos	67.534	-
76.099.522-3	Sociedad Concesionaria La Fruta SpA.	Coligada	Pesos	1.163	-
76.882.345-6	Sociedad Concesionaria Ruta Nahuelbuta S.A.	Coligada	Pesos	17.207	-
0-E	Viva Gym S.A.	Asociada en Proyecto	Sol Peruano	31.113	-
	Otros			837	-
<b>Total</b>				<b>10.798.822</b>	<b>8.103.801</b>

- **Activos por Impuestos Corrientes:** La composición de este rubro, a Septiembre 2018, es la siguiente<sup>28</sup>:

a) **Activos por Impuestos Corrientes**

La composición de este rubro es el siguiente:

Detalle	30/09/2018 (No auditado)
	M\$
Pagos Provisionales Mensuales	4.206.048
Créditos por Adquisición de Propiedades Plantas y Equipos	-
Créditos Contribuciones Bienes Raíces	55.998
Crédito Fiscal por Gasto de Capacitación	97.185
Provisión Impuesto a la Renta	(499.907)
Créditos por Recuperar	9.835.794
Solicitudes de Devolución	1.282.205
Otros Créditos Fiscales	1.227.783
<b>Total</b>	<b>16.205.106</b>

<sup>28</sup> Nota Contable N° 14.a., EEFF Sept 2018.

- *Activos no corrientes Mantenedos para la Venta:* Los activos o grupo de activos mantenidos para la venta considera el siguiente detalle a Septiembre 2018<sup>29</sup>:

**Tabla 18: Activos No Corrientes Mantenedos para la Venta**

	M\$
Maquinarias y vehículos de motor	4.868.755
<b>Totales</b>	<b>4.868.755</b>

En este rubro se encuentran reclasificados al 30 de septiembre de 2018, aquellos activos referidos a camiones mineros y vehículos de motor de la sociedad filial Besalco Maquinarias S.A., sobre los cuales la Administración tiene un plan de forma activa para encontrar comprador a un precio razonable. Este plan considera altamente probable que la venta de estos activos podrá estar finalizada en el plazo menor a un año. Los activos disponibles para la venta se encuentran registrados a su valor libro neto de depreciación.

### 7.7.2. Activos No Corrientes, No operacionales

- *Otros Activos No Financieros:* La composición del rubro a septiembre 2018 es la siguiente<sup>30</sup>

**Tabla 19: Otros Activos No Financieros**

	M\$
Garantías de Arriendos	33.083
Seguros	40.087
Gastos Pagados por anticipado	1.878.891
Desarrollo de Proyectos	12.571.512
<b>Totales</b>	<b>14.523.573</b>

<sup>29</sup> Nota Contable N°41, EEFF Sept 2018.

<sup>30</sup> Nota Contable N°10, EEFF Sept 2018.

- *Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas*: esta partida agrupa las cuentas por cobrar a empresas coligadas y asociadas en algún proyecto con Besalco. El detalle a Septiembre 2018, de la porción no corriente de esta cuenta, es el siguiente<sup>31</sup>:

**Tabla 20: Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas**

Sociedades	Naturaleza de la Relación	M\$
Bodegas AB Express S.A.	Coligada	2.021.995
Consortio Constructor Hospital de Talca	Negocios Conjuntos	5.133.085
Constructora CBA S.A.	Coligada	402.700
Fondo de Inv. Privado La Ballena	Coligada	498.091
Soc. Concesionaria Convento Viejo	Coligada	48.000
<b>Total</b>		<b>8.103.801</b>

- *Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación*: el movimiento de este rubro a Septiembre 2018 es el siguiente:<sup>32</sup>

Sociedad	País	Naturaleza de la Relación	Moneda Funcional	Porcentaje Participación	Saldo al 01/01/2018	Participación en Ganancia (Pérdida)	Dividendos Recibidos	Otros Aumentos (Disminuciones)	Saldo al 30/09/2018 (No auditado)
				%	MS	MS	MS	MS	MS
Consortio Constructor Hospital de Talca S.A.(1)	Chile	Neg. Conjuntos	Pesos	33,33	-	18.835	-	(18.835)	-
Besalco Belfi Icafal S.A.	Chile	Coligada	Pesos	33,33	-	2.151	-	2.151	4.302
Dragados Besalco S.A.(1)	Chile	Coligada	Pesos	49,99	-	(986)	-	986	-
Constructora DCB S.A.	Chile	Coligada	Pesos	33,33	781.331	(15.109)	-	-	766.222
Constructora Nilahue S.A.	Chile	Coligada	Pesos	33,33	485.369	(448.619)	-	71	36.821
Sociedad Concesionaria Bas S.A.	Chile	Coligada	Pesos	33,33	7.856.258	28.538	-	(94.904)	7.789.892
Soc. Concesionaria Embalse Convento Viejo S.A.	Chile	Coligada	Pesos	41,50	3.011.760	90.478	-	355.688	3.457.926
Central Hidroeléctrica Convento Viejo S.A. (2)	Chile	Coligada	Pesos	33,33	847	-	-	-	847
Soc. Concesionaria La Fruta SpA.	Chile	Coligada	Pesos	50,00	610.950	56.362	-	222.437	889.749
Bodega AB Express S.A. (1)	Chile	Coligada	Pesos	30,00	-	(63.460)	-	63.460	-
Constructora CBA S.A. (1)	Chile	Coligada	Pesos	49,90	-	(220.908)	-	220.908	-
Inversiones e Inmobiliaria Sur Sur S.A.	Chile	Coligada	Pesos	25,00	10.041	-	-	-	10.041
Fdo. de Inv. Privado La Ballena	Chile	Coligada	Pesos	50,00	2.460.180	50.858	-	-	2.511.038
Adm. Inmobiliaria La Ballena S.A.	Chile	Coligada	Pesos	50,00	3.966	879	-	-	4.845
Inmobiliaria La Ballena S.A.	Chile	Coligada	Pesos	50,00	2.120.405	261.551	-	-	2.381.956
Gnrvs S.A.	Perú	Coligada	Soles	50,00	4.768	(6.311)	-	5.746	4.203
Miranda Constructores S.A.	Perú	Coligada	Soles	50,00	63.447	-	-	(63.447)	-
Parque de Comas S.A.	Perú	Coligada	Soles	50,00	10.239.233	1.177.071	-	(679.245)	10.737.059
Inmobiliaria Nobeim S.A.C.	Perú	Coligada	Soles	50,00	721.795	(1.304)	-	40.237	760.728
Desarrolladora de Proyectos del Sur S.A.	Chile	Coligada	Dólar	50,00	2.742.231	(3.830)	-	37.159	2.775.560
CMT S.A.	Chile	Coligada	Pesos	50,00	-	(58.814)	-	233.000	174.186
Soc. Concesionaria Ruta Nahuelbuta S.A. (3)	Chile	Coligada	Pesos	50,00	-	-	-	3.100.000	3.100.000
<b>Total</b>					<b>31.112.581</b>	<b>867.382</b>	<b>-</b>	<b>3.425.412</b>	<b>35.405.375</b>

- Al 30 de septiembre 2018 la inversión en las sociedades Consortio Constructor Hospital de Talca S.A., Dragados Besalco S.A., Bodegas AB Express S.A. y Constructora CBA S.A., que poseen patrimonio negativo, se presentan en otras provisiones no corrientes.
- Con fecha 02 de febrero de 2018, se constituye la sociedad cerrada bajo la razón social CMT S.A., el capital asciende a M\$1.000 equivalente a 100 acciones nominativas de igual valor. Con fecha 10 de abril de 2018 Besalco S.A. compra 30 acciones de CMT S.A. a un

<sup>31</sup> Nota Contable N° 12.a., EEFF Sept 2018.

<sup>32</sup> Nota Contable N° 15, EEFF Sept 2018.

valor total de M\$864.589; con esa misma fecha la sociedad realiza un aumento de capital de M\$465.000 equivalente a 30 acciones, quedando su capital total en M\$466.000 repartido en 130 acciones sin valor nominal y de una misma serie; con este aumento de capital Besalco S.A. queda con un total de 65 acciones por un valor de M\$233.000, lo que representa un 50,00% del capital accionario.

- Con fecha 25 de mayo de 2018, Besalco Concesiones S.A. adquiere 586.530 acciones de Sociedad Concesionaria Convento Viejo S.A. a un valor de UF41.244, vendidas, cedidas y transferidas por Brotec Construcciones S.A.
- Con fecha 17 de mayo de 2018, Besalco Concesiones S.A. en conjunto con Constructora Belfi S.A., constituyen la sociedad Concesionaria Ruta Nahuelbuta S.A., el capital asciende a M\$6.200.000 equivalente a 6.200 acciones de las cuales Besalco Concesiones S.A. suscribe y paga un total de 3.100 acciones por un valor de M\$3.100.000, lo que representa un 50,00% del capital accionario.
- *Activos Intangibles distintos de la Plusvalía:*<sup>33</sup> El detalle de los intangibles a Septiembre 2018 es el siguiente:

**Tabla 21: Activos Intangibles distintos de la Plusvalía**

	M\$				
	Activo Bruto Inicial	Adiciones	Amortización Acumulada	Amortización del ejercicio	Activo Neto al 30/09/2018
Programas Informáticos	201.233	19.378	- 136.238	- 23.192	61.181
Derechos de Agua	4.986.993	29.636	-	-	5.016.629
Marcas	1.227.157	-	-	-	1.227.157
Relaciones con Clientes	2.724.652	-	- 1.885.829	- 160.156	678.067
Derechos de Concesión y otros	27.525.038	-	- 4.055.562	- 780.531	22.688.945
<b>Total</b>	<b>36.665.073</b>	<b>49.014</b>	<b>- 6.077.629</b>	<b>- 964.479</b>	<b>29.671.979</b>

- Los activos intangibles por Derechos en Concesión son amortizados en base a la duración del proyecto concesionado. El plazo de amortización restante al 30 de septiembre de 2018, para los activos intangibles de sociedades concesionarias incluidas en la consolidación, es el siguiente:

<sup>33</sup> Nota Contable N° 16a., EEFF Sept 2018.

- Concesionaria Plaza Las Condes S.A.: en el plazo por amortizar de 288 meses.
  - Besalco Concesiones S.A. – Plaza Sucre: en el plazo por amortizar de 249 meses.
- Los activos intangibles no han generado deterioro durante el período 2018 y 2017.
- Al 30 de septiembre de 2018 el Grupo Besalco S.A., no mantiene en prenda ni tiene restricciones sobre intangibles. Además, no mantiene compromisos financieros para la adquisición de activos intangibles.
- *Plusvalía:*<sup>34</sup> La composición de este rubro a Septiembre 2018 es el siguiente:

**Tabla 22: Plusvalía**

<b>Matriz Inversionista</b>	<b>Detalle</b>	<b>M\$</b>
Besalco S.A.	Compra 68% Servicios Aéreos Kipreos S.A. y Kipreos Ingenieros S.A.	1.581.546
Besalco Concesiones S.A.	Compra 8,16% Soc. Concesionaria Convento Viejo S.A.	338.027
Besalco S.A.	Compra 50% CMT S.A.	518.253
<b>Total</b>		<b>2.437.826</b>

- *Propiedades de Inversión:* Las propiedades de inversión se valorizan al costo de adquisición. El costo de adquisición de una propiedad de inversión comprenderá su precio de compra y cualquier desembolso directamente atribuible.<sup>35</sup>

**Tabla 23: Propiedades de Inversión**

<b>Movimientos</b>	<b>M\$</b>
<b>Saldo Inicial Bruto</b>	<b>1.626.629</b>
Gasto por depreciación acumulado al inicio del ejercicio	(218.491)
Gasto por Depreciación del ejercicio	(19.588)
Venta o desapropiaciones	0
<b>Saldo final neto</b>	<b>1.388.550</b>

- Al 30 de septiembre 2018 estas propiedades de inversión registran ingresos por concepto de arriendos percibidos por M\$61.833 (M\$91.972 al 31 de diciembre de 2017).

<sup>34</sup> Nota Contable N°17a., EEFF Sept 2018.

<sup>35</sup> Nota Contable N°19, EEFF Sept 2018.

- Las propiedades de inversión corresponden a oficinas, estacionamientos y bodegas mantenidas para explotarlos en régimen de arriendo y se concentran en su totalidad en la comuna de Las Condes, en Santiago. La vida útil restante asignada a estas propiedades de inversión es de 55 años aproximadamente.
- Al 30 de septiembre de 2018 por el bien ubicado en Av. Tajamar 183 pisos 3, Besalco S.A. mantenía garantías con el Banco de Chile, las cuales están en proceso de alzamientos.
- Con fecha 16 de junio 2017, Besalco S.A. vende, cede y transfiere a Electrónica Baldrich S.A.C., bienes inmuebles ubicados en Av. Tajamar 183 por un valor de U.F. 40.135,98.
- El valor razonable de las propiedades de inversión es superior al valor registrado contablemente.
- *Activos por Impuestos Diferidos:* Los activos y pasivos por impuestos diferidos a Septiembre 2018 se encuentran compuestos por los siguientes conceptos<sup>36</sup>:

**Tabla 24: Activos por Impuestos Diferidos**

<b>Movimientos</b>	<b>M\$</b>
Provisiones	6.019.483
Propiedades, Plantas y Equipos	0
Activos Intangibles	536.496
Obligaciones por Arrendamiento Financiero	954.338
Pérdidas Tributarias	30.039.603
Otros	3.277.948
<b>Totales</b>	<b>40.827.868</b>

<sup>36</sup> Nota Contable N°20, EEFF Sept 2018.

## 8. Proyección de Estados de Resultado

### 8.1. Proyección de Ingresos

Dado que a la fecha se cuenta con las cifras de cierre del 2018, se utilizaron dichas cifras para la determinación de las proyecciones. Para el periodo 2018 - 2022, se realizaron los siguientes supuestos.

**Obras Civiles:** Si bien el 2018 presentó una baja importante en los ingresos por esta línea de negocios, se espera que para el 2019 el rango de crecimiento anual para la inversión sectorial sería de 2,6% a 6,6%<sup>37</sup>, por lo tanto, se estimó la tasa de crecimiento para el 2019 en base al promedio de los años 2015 al 2017, y para los años siguientes una tasa de crecimiento en línea con el promedio de las proyecciones económicas para el sector construcción.

**Maquinarias:** A diferencia con el sector de obras civiles, esta línea de negocios ha experimentado un aumento significativo en los últimos 2 años, pero para la proyección se estimó en base al promedio de los últimos 3 años para el 2019 y ponderado al 50% para los siguientes años debido a que se espera una tendencia más en línea con el crecimiento del PIB sectorial.

**Inmobiliario:** Durante los años 2016-2017 el sector Inmobiliario sufrió una importante desaceleración, presentado su mayor caída el año 2017 con un 15%. Por el contrario, el año 2018 fue un buen año presentando una recuperación que se entiende se extenderá por unos años de acuerdo a los estudios de la CCHC, los cuales indican un crecimiento del 3,7% para el 2019, por lo tanto, y en base a un promedio de los últimos cuatro años en donde se han visualizado tanto bajas como alzas importantes, se consideró ponderar en un 50% dicho promedio para el 2019 y una baja respecto a éste de 100bp por año de estimación, considerando principalmente el potencial calentamiento del sector o burbuja inmobiliaria en el mediano a largo plazo. Cabe considerar también los cambios en las regulaciones de construcción por parte de los municipios y sus planes reguladores.

**Proyectos de Inversión:** En los últimos cuatro años esta área ha presentado elevadas tasas de crecimiento producto principalmente del inicio de la explotación de dos centrales hidroeléctricas, principalmente en el 2017 con un incremento del 107%. Pese a lo anterior, se espera una nivelación en el crecimiento, por lo que para la proyección se estimó en base al promedio de los años

---

<sup>37</sup> Informe MACH49-2018 – CCHC.

anteriores sacando de la muestra el año 2017. Cabe considerar que, esta línea de negocios solo tiene un peso relativo del 4% del total de ventas de la empresa.

**Tabla 25: Variación de crecimiento anual de las Líneas de Negocio**

Ítem	% Crecimiento				
	2018R	2019	2020	2021	2022
Obras Civiles	-6,2%	9,3%	4,6%	4,6%	4,6%
Maquinarias	24,7%	12,8%	6,4%	6,4%	6,4%
Inmobiliario	16,4%	8,2%	7,2%	6,2%	5,2%
Proyecto Inversión	4,8%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%

**Tabla 26: Proyección de Ingresos de las Líneas de Negocio**

Proyección Ingresos	MUF				
	2018R	2019	2020	2021	2022
Obras Civiles	8.357	9.133	9.558	10.002	10.466
Maquinarias	4.097	4.620	4.915	5.228	5.562
Inmobiliario	3.277	3.546	3.802	4.038	4.249
Proyecto Inversión	655	704	755	811	870
<b>Total Ingresos</b>	<b>16.386</b>	<b>18.003</b>	<b>19.030</b>	<b>20.079</b>	<b>21.148</b>

## 8.2. Proyección de Costos

### 8.2.1. Costos de Ventas

Al igual que la estimación de ingresos, los costos de ventas fueron proyectados para cada línea de negocio de acuerdo con los históricamente registrados.

En primer lugar, se estimaron los costos por cada área de negocios en base al nivel de ventas totales, con estos se calculó el promedio de los últimos 5 años para ser utilizado como porcentaje de proyección para los años 2019 – 2022.

**Tabla 27: Costos sobre Ventas anuales**

Costos/Ventas	2014	2015	2016	2017	2018	Proyección
Obras Civiles	57,3%	50,8%	48,0%	52,4%	48,5%	<b>51,4%</b>
Maquinarias	24,8%	16,8%	16,9%	16,5%	22,3%	<b>19,4%</b>
Inmobiliario	12,0%	17,8%	20,5%	17,6%	15,2%	<b>16,6%</b>
Proyecto Inversión	1,2%	1,9%	3,1%	3,6%	3,6%	<b>2,7%</b>

**Tabla 28: Proyección de Costos de Ventas**

Proyección Costos de Ventas	MUF				
	2018R	2019	2020	2021	2022
Obras Civiles	7.955	9.255	9.783	10.322	10.872
Maquinarias	3.650	3.500	3.699	3.903	4.111
Inmobiliario	2.488	2.987	3.158	3.332	3.509
Proyecto Inversión	582	481	508	536	565
<b>Total Costo Ventas</b>	<b>14.675</b>	<b>16.223</b>	<b>17.148</b>	<b>18.094</b>	<b>19.056</b>

### 8.2.2. Gastos de Administración y Ventas

En el caso de los Gastos de Administración y Ventas, se ha considerado que, a lo largo de periodo de operación de la empresa, se va a mantener su estructura o tasa de crecimiento a partir del crecimiento en los ingresos.

**Tabla 29: GAV sobre Ventas anuales**

GAV/Ventas	2014	2015	2016	2017	2018	Proyección
Obras Civiles	2,4%	2,4%	2,1%	2,7%	1,7%	<b>2,2%</b>
Maquinarias	0,8%	0,5%	0,5%	0,4%	0,47%	<b>0,54%</b>
Inmobiliario	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,45%	<b>1,27%</b>
Proyecto Inversión	0,8%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	<b>0,4%</b>

**Tabla 30: Proyección de GAV**

Proyección GAV	MUF				
	2018R	2019	2020	2021	2022
Obras Civiles	279	401	424	447	471
Maquinarias	77	97	103	109	114
Inmobiliario	237	229	242	255	269
Proyecto Inversión	60	76	80	84	89
<b>Total GAV</b>	<b>653</b>	<b>803</b>	<b>849</b>	<b>895</b>	<b>943</b>

### 8.2.3. Depreciación y Amortización

En el caso de la Depreciación y Amortización, se ha considerado que, a lo largo de periodo de operación de la empresa, se va a mantener su estructura o tasa de crecimiento a partir del crecimiento en los ingresos.

**Tabla 31: Depreciación y Amortización sobre Ventas anuales**

D&A/Ventas	2014	2015	2016	2017	2018	Proyección
Obras Civiles	0,9%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	<b>0,5%</b>
Maquinarias	4,9%	3,8%	3,7%	3,5%	4,09%	<b>4,01%</b>
Inmobiliario	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,05%	<b>0,07%</b>
Proyecto Inversión	0,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,6%	<b>0,7%</b>

**Tabla 32: Proyección de D&A**

Proyección D&A	MUF				
	2018R	2019	2020	2021	2022
Obras Civiles	77	95	100	106	112
Maquinarias	671	722	763	805	848
Inmobiliario	8	12	13	13	14
Proyecto Inversión	98	120	126	133	140
<b>Total D&amp;A</b>	<b>854</b>	<b>949</b>	<b>1.003</b>	<b>1.058</b>	<b>1.114</b>

### 8.3. Resultado No Operacional

De manera de ser conservadores en la proyección, los resultados no operacionales, tanto recurrentes y no recurrentes han sido proyectados constantes, en base a el promedio de los años anteriores, incluyendo el año 2018, esto debido a que no existe un comportamiento homogéneo que pueda permitir identificar algún comportamiento habitual o tendencia en estos valores.

**Tabla 33: Resultado No Operacional histórico**

Resultado No Operacional	MUF					
	2014	2015	2016	2017	2018	Proyección
Otras Ganancias (Pérdidas)	-113	106	174	264	206	187
Ingresos Financieros	19	47	95	50	119	66
Costos Financieros	-310	-411	-450	-410	-418	-400
Participación en Ganancia (Pérdida) de Asociadas y Negocios conjuntos contabilizadas por el Método de la Participación	25	65	14	125	68	59
Diferencias de Cambio	18	67	-43	-24	1	4
Resultados por Unidades de Reajuste	-258	-168	-102	-62	-60	-130
Beneficio (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	195	-202	-261	-219	-321	-162

**Tabla 34: Resultado No Operacional proyectado**

Resultado No Operacional	MUF				
	2018R	2019	2020	2021	2022
Otras Ganancias (Pérdidas)	206	187	187	187	187
Ingresos Financieros	119	66	66	66	66
Costos Financieros	-418	-400	-400	-400	-400
Participación en Ganancia (Pérdida) de Asociadas y Negocios conjuntos contabilizadas por el Método de la Participación	68	59	59	59	59
Diferencias de Cambio	1	4	4	4	4
Resultados por Unidades de Reajuste	-60	-130	-130	-130	-130
Beneficio (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	-321	-162	-162	-162	-162

## 8.4. Resultado antes de Impuestos

**Tabla 35: Resultado antes de Impuestos**

Ítem	2018R	Proyectado MUF			
		2019	2020	2021	2022
Ingresos por Venta	16.386	18.003	19.030	20.079	21.148
Costos Por Venta	-14.675	-16.223	-17.148	-18.094	-19.056
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>1.711</b>	<b>1.780</b>	<b>1.882</b>	<b>1.986</b>	<b>2.091</b>
Gastos de Administración	-653	-803	-849	-895	-943
Otras Ganancias (Pérdidas)	206	187	187	187	187
Ingresos Financieros	119	66	66	66	66
Costos Financieros	-418	-400	-400	-400	-400
Participación en Ganancia (Pérdida) de Coligadas	68	59	59	59	59
Diferencias de Cambio	1	4	4	4	4
Resultados por Unidades de Reajuste	-60	-130	-130	-130	-130
<b>Resultado Antes de Impuesto</b>	<b>974</b>	<b>764</b>	<b>820</b>	<b>877</b>	<b>935</b>

## 8.5. Impuestos

En el caso de los impuestos se ha considerado que la empresa pagará el 27% de impuestos durante todo su periodo de operación.

**Tabla 36: Impuestos a pagar**

Impuestos	2018R	2019	2020	2021	2022
Utilidad antes de Impuesto	974	764	820	877	935
Tasa Impositiva	27%	27%	27%	27%	27%
<b>Impuesto a pagar</b>	<b>263</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>237</b>	<b>252</b>

## 8.6. Estado de Resultado Proyectado

Tabla 37: Estado de Resultado Proyectado

MUF	2018R	Proyectado			
		2019	2020	2021	2022
<b>Ingresos de actividades ordinarias</b>	<b>16.386</b>	<b>18.003</b>	<b>19.030</b>	<b>20.079</b>	<b>21.148</b>
Costo de ventas	-13.821	-15.274	-16.145	-17.036	-17.942
<b>Ganancia bruta</b>	<b>2.565</b>	<b>2.729</b>	<b>2.885</b>	<b>3.044</b>	<b>3.206</b>
Depreciación anual	-854	-949	-1.003	-1.058	-1.114
Gastos de administración	-653	-803	-849	-895	-943
<b>Resultado Operacional</b>	<b>1.058</b>	<b>977</b>	<b>1.033</b>	<b>1.090</b>	<b>1.148</b>
Otras ganancias (pérdidas)	206	187	187	187	187
Ingresos financieros	119	66	66	66	66
Costos financieros	-418	-400	-400	-400	-400
Utilidad (Pérdida) EERR	68	59	59	59	59
Diferencias de cambio	1	4	4	4	4
Res. unidades de reajuste	-60	-130	-130	-130	-130
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-84</b>	<b>-213</b>	<b>-213</b>	<b>-213</b>	<b>-213</b>
<b>Utilidad antes Impuestos</b>	<b>974</b>	<b>764</b>	<b>820</b>	<b>877</b>	<b>935</b>
Impuestos	-321	-206	-221	-237	-252
Ganancia de actividades Continuadas	<b>653</b>	<b>558</b>	<b>598</b>	<b>640</b>	<b>682</b>
<b>Ganancia (Pérdida) Neta</b>	<b>1.295</b>	<b>970</b>	<b>1.041</b>	<b>1.113</b>	<b>1.187</b>

## 9. Proyección de Flujos de Caja Libre

A partir de los Estados de Resultados Proyectados para el período 2019 – 2022, se procedió a determinar los flujos de caja requeridos para la valoración por flujos descontados.

En primer lugar, se estimará el flujo de caja bruto y posteriormente el flujo de caja libre anual, incluyendo la estimación para el año 2023, de acuerdo con los supuestos y metodología empleados en los puntos anteriores.

### 9.1. Estimación Flujo de Caja Bruto

En el siguiente cuadro, se muestran los ajustes realizados a la utilidad de la empresa, para la determinación del Flujo de Caja Bruto, ya sea por tratarse de partidas que no representan flujos y/o corresponden a resultados no operacionales o vinculados al financiamiento.

**Tabla 38: Flujo de Caja Bruto proyectado**

MUF	Proyectado					
	4T 2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Ganancia (Pérdida) Neta</b>	<b>727</b>	<b>970</b>	<b>1.041</b>	<b>1.113</b>	<b>1.187</b>	
+ Depreciación y Amortización	587	949	1.003	1.058	1.114	
- Otras ganancias/pérdidas (después de Impuestos)	-108	-137	-137	-137	-137	
- Ingresos Financieros (después de Impuestos)	-96	-48	-48	-48	-48	
+ Costos Financieros (después de Impuestos)	264	292	292	292	292	
+/- Utilidad (Pérdida) EERR (después de Impuestos)	-27	-43	-43	-43	-43	
+/- Diferencia de Cambio	4	-3	-3	-3	-3	
+/- Resultado por Unidades de Ajuste	43	95	95	95	95	
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>1.395</b>	<b>2.075</b>	<b>2.200</b>	<b>2.327</b>	<b>2.457</b>	<b>2.457</b>

Por su parte, el principal ajuste corresponde a la partida de “Depreciación y Amortización”

**Tabla 39: Proyección D&A**

Proyección	MUF				
	2018R	2019	2020	2021	2022
<b>D&amp;A</b>					
Obras Civiles	77	95	100	106	112
Maquinarias	671	722	763	805	848
Inmobiliario	8	12	13	13	14
Proyecto Inversión	98	120	126	133	140
<b>Total D&amp;A</b>	<b>854</b>	<b>949</b>	<b>1.003</b>	<b>1.058</b>	<b>1.114</b>

## 9.2. Estimación del Flujo de Caja Libre

A partir del Flujo de Caja Bruto, se realizaron estimaciones para las Inversiones de Reposición, Inversiones en Nuevos Proyectos (capex) y los requerimientos de Capital de Trabajo necesarios para sustentar la evolución de las ventas proyectadas.

### 9.2.1. Inversión de Reposición

Para la estimación de la inversión en reposición, se consideró el tipo de negocios de Besalco, en donde se debe distinguir que el negocio de Proyectos de Inversión considera principalmente la operación de centrales hidroeléctricas y concesiones de estacionamiento, los cuales mantienen tasas de reinversión bajas considerando que son activos en donde el fuerte de la inversión ocurre en el período de construcción.

Por esto, para la inversión en reposición anual de Proyectos de Inversión se estimó como un 15% del monto calculado para depreciación, un 50% para Maquinarias y un 75% para el caso de Obras Civiles e Inmobiliario.

De acuerdo con lo anterior, los montos a considerar se resumen en la siguiente tabla.

**Tabla 40: Proyección en Inversión de Reposición**

Proyección	MUF						
Inversión de Reposición	% Reposición	2018*	2018R	2019	2020	2021	2022
Obras Civiles	75%	43	58	71	75	79	84
Maquinarias	50%	227	335	361	382	403	424
Inmobiliario	75%	4	6	9	10	10	11
Proyecto Inversión	15%	11	15	18	19	20	21
<b>Total IdR</b>		<b>284</b>	<b>414</b>	<b>459</b>	<b>485</b>	<b>512</b>	<b>539</b>

\* a sept-18

### 9.2.2. Nuevas Inversiones (activo fijo) en base al CAPEX

Para estimar el monto de CAPEX se consideró el plan de inversiones 2019 – 2022 que contempla un monto invertido de MMUSD 772 (MUF 19.100), de acuerdo con lo siguiente:

Se mantiene plan de expansión para área Inmobiliaria en Chile por MMUSD 113 para el 2019 y MMUSD 50 para Perú.

- Compras de terrenos en Chile para proyectos de ejecución inmediata entre 2018 y 2019.

- Compra de banco de terreno en Perú en el sector Rimac durante 2019.

Plan de compras de maquinarias durante 2019 por MMUSD 36 (netos) que permitirá mantener la flota de equipos y vehículos en condiciones óptimas para servir los contratos vigentes.

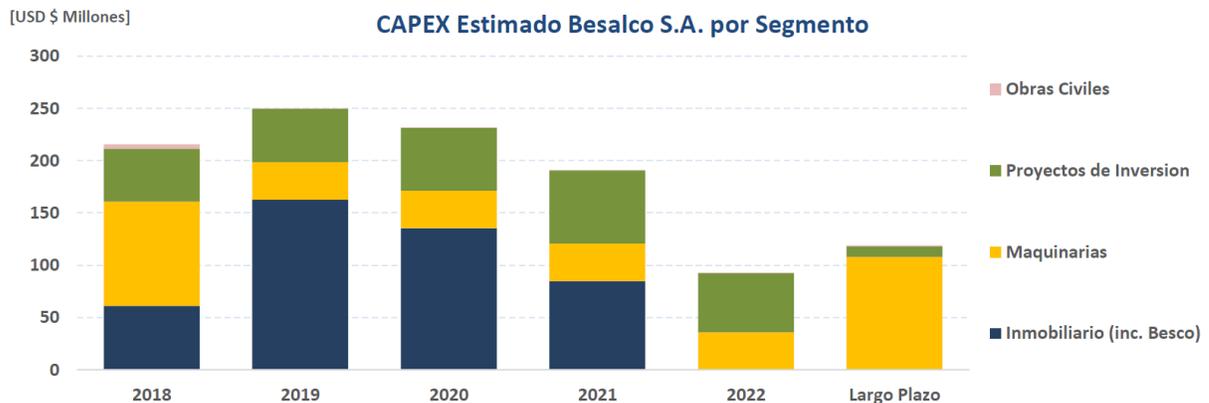
Plan de inversiones en proyectos de energía e infraestructura:

- Digua: CAPEX total de MMUSD 33. En proceso de cierre financiero.
- Transmisión: CAPEX de MMUSD 58 distribuidos en 5 contratos con PSD entre 24 y 48 meses.
- Rutas de Nahuelbuta: CAPEX proporcional (50%) de MMUSD 170 con PSD 2S23.

En resumen, de acuerdo con las áreas de negocio de Besalco, el CAPEX se distribuye de la siguiente forma:

**Tabla 41: Proyección de CAPEX**

Proyección CAPEX	MUF					Total	%
	2019	2020	2021	2022			
Obras Civiles	-	25	25	25	74	0%	
Maquinarias	891	940	940	990	3.761	20%	
Inmobiliario	4.033	3.340	2.103	-	9.476	50%	
Proyecto Inversión	1.262	1.385	1.757	1.385	5.789	30%	
<b>Total CAPEX</b>	<b>6.185</b>	<b>5.690</b>	<b>4.824</b>	<b>2.400</b>	<b>19.100</b>	<b>100%</b>	



### 9.2.3. Inversión en Capital de Trabajo

Para la estimación de las necesidades de capital de trabajo futuras se utilizaron los ratios de los últimos 5 años que la empresa ha mantenido como Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON), el que alcanza a un 51,3% de las ventas (185 días de venta).

Para efectos del cálculo del CTON se utilizaron las siguientes partidas: CxC corrientes y no corrientes + Inventarios CP – Cuentas por Pagar (principales partidas operacionales).

**Tabla 42: Capital de Trabajo histórico**

MUF						
Capital Trabajo	2014	2015	2016	2017	2018R	Promedio
Ventas	12.861	15.245	15.051	15.638	16.386	
Cton	7.832	8.243	7.987	7.477	6.638	
% Cton / Ventas	61%	54%	53%	48%	41%	51,3%
Dias de Ventas	219	195	191	172	146	185

Por lo tanto, la inversión en capital de trabajo a considerar corresponde al incremento en capital de trabajo, el cual se materializa en el período anterior, para respaldar el crecimiento en ventas. La proyección se detalla en el siguiente cuadro:

**Tabla 43: Proyección de Capital de Trabajo**

Proyección	MUF					
	2018R	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	16.386	18.003	19.030	20.079	21.148	22.274
Cton	6.638	9.230	9.757	10.295	10.843	11.420
Inversión KT	2.593	526	538	548	578	-

### 9.2.4. Déficit o Exceso de Capital de Trabajo

En base al método Cton, para sustentar un nivel de ventas de MUF 16.386.- se necesita una inversión en capital de trabajo de MUF 6.638, monto que es inferior al que se contaba a Sept-18, por lo tanto, se genera un exceso de capital de trabajo por MUF 1.467.-

**Tabla 44: Exceso de Capital de Trabajo**

MUF	2018R	Sep-18 Real
Capital de trabajo	6.638	8.105
<b>Exceso Capital de Trabajo</b>		<b>1.467</b>

### 9.2.5. Activos Prescindibles

Los activos prescindibles o excedentarios que la empresa dispone a Sept-18 son:

- **Terrenos (No corrientes) por MUF576 y Propiedades de Inversión por MUF51**, correspondientes a terrenos disponibles para proyectos futuros, que no han iniciado construcción (banco de terrenos), construcciones y edificios y construcciones en curso.
- **Inversión en EE.RR. por MUF 1.294**, empresas que no consolidan que corresponden a participaciones en negocios conjuntos. Esta partida incluye tanto la valorización de los activos (VPP) como las cuentas por cobrar netas de cuentas por pagar.
- **Activos Financieros por MUF 1.221**, correspondiente a caja excedentaria mantenida en inversiones financieras de corto plazo.

**Tabla 45: Activos Prescindibles**

<b>Activos Prescindibles</b>	<b>MUF</b>
Inversión en EERR	1.294
Tesorería	1.221
Propiedades de inversión	51
Terrenos	576
<b>Total activos prescindibles</b>	<b>3.142</b>

## 10. Valoración Económica de la Empresa y Precio de la Acción

Para determinar el valor de la empresa y el valor de su patrimonio, se descontarán los flujos libres de cada año según la tasa WACC (8,76%), incluido el valor terminal cuya base serán los flujos del año 2023. Posteriormente, se agregarán las partidas de activo que agregan valor (no incluidas en los flujos proyectados) incluyendo activos prescindibles y el déficit de capital de trabajo, y se descuenta la deuda financiera de la empresa.

**Tabla 46: Flujo de Caja proyectado**

	MUF	Proyectado					
		4T 2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Ganancia (Pérdida) Neta</b>		<b>727</b>	<b>970</b>	<b>1.041</b>	<b>1.113</b>	<b>1.187</b>	
<b>Flujo de Caja Bruto</b>		<b>1.395</b>	<b>2.075</b>	<b>2.200</b>	<b>2.327</b>	<b>2.457</b>	<b>2.457</b>
- Inversión en reposición		-284	-459	-485	-512	-539	-539
- Inversión en Nuevo capital		0	-526	-538	-548	-578	0
+/- cambios en capital de trabajo		-2.593	-526	-538	-548	-578	0
<b>Flujo de Caja Libre</b>		<b>-1.482</b>	<b>1.089</b>	<b>1.176</b>	<b>1.267</b>	<b>1.340</b>	<b>1.918</b>
Valor terminal						24.841	
<b>Flujo de Caja Final</b>		<b>-1.482</b>	<b>1.089</b>	<b>1.176</b>	<b>1.267</b>	<b>26.181</b>	

**Tabla 47: Valor Económico de la Empresa**

Valor economico a Dic-18	MUF	21.001
Valor economico a Sept-18	MUF	20.611
<b>Ko</b>		<b>7,72%</b>

Para el caso del valor terminal, corresponde a una perpetuidad calculada con los flujos del año 2023, sin crecimiento, asumiendo ventas constantes, y que por lo cual no se requieren nuevas inversiones en capital físico y capital de trabajo.

$$VT_{2022} = \frac{FCL_{2023}}{K_0} = \frac{MUF \ 1.918}{7,72\%} = MUF \ 24.841$$

Luego, el valor presente de los flujos de caja operacionales diciembre 2018, queda expresado de la siguiente forma:

$$VP \text{ Activos}_{2018} = FCL_{4T \ 2018} + \frac{FCL_{2019}}{(1 + K_0)} + \frac{FCL_{2020}}{(1 + K_0)^2} + \frac{FCL_{2021}}{(1 + K_0)^3} + \frac{FCL_{2022}}{(1 + K_0)^4}$$

Entonces,

$$VP_{\text{Activos } 2018} = MUF \ 21.001$$

Finalmente, el valor de los activos operacionales a septiembre 2018 es el siguiente:

$$VP \text{ Activos}_{\text{Sept } 2018} = \frac{VP \text{ Activos}_{2018}}{(1 + 7,72\%)^{1/4}} = 20.611$$

### 10.1. Valor de la Empresa y Patrimonio Económico

Considerando las partidas anteriores, se obtiene un valor económico de la empresa de MUF 25.221 y un valor del patrimonio de MUF 13.196.-

**Tabla 48: Patrimonio Económico**

	MUF
Valor Presente Flujo de Caja	20.611
Activos Prescindibles	3.142
Exceso Capital de Trabajo	1.467
<b>Valor Económico Empresa</b>	<b>25.221</b>
Deuda Financiera Total	12.025
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>13.196</b>

### 10.2. Valor de la Acción

Por su parte, el valor de la acción es calculado como el valor del patrimonio dividido por el número de acciones, obteniéndose un valor por acción de \$626,57, representando un 4,0% más del precio de mercado al 30.09.2018 (\$602,26 x acción).

**Tabla 49: Valor de la Acción**

Patrimonio Económico	13.196
N° acciones	576.172.164
UF 30 Septiembre	27.357,45
<b>Valor acción</b>	<b>626,57</b>
<b>Px Acción 28 Sept 2018</b>	<b>602,26</b>
Variación	4,0%

## 11. Conclusiones

La valorización de Besalco según flujos de caja descontados determinó un precio de \$626,57 por acción, un 4,0% superior al precio de mercado al 28.09.2018 que fue de \$602,26.

Al comparar el precio de mercado con el precio obtenido por valoración según flujo de caja descontado, éste es levemente superior, y se podría explicar al efecto en el exceso de capital de trabajo producido en el periodo.

Por su parte, la empresa en línea con lo que tenía proyectado, incremento el endeudamiento a nivel global en un 41%, impulsado por la puesta en marcha de nuevos proyectos en Maquinarias, Inmobiliaria y Besco. A su vez, en Sept-18 emito un bono por MUF 2.000.- (con una excelente tasa de colocación del 2,6%.) de los cuales un 82% se destinó a refinanciar pasivos.

A su vez, hay que considerar que, debido a que Besalco cuenta con 4 áreas de negocios, las cuales presentan cada una un nivel de especificación y complejidad a la hora de su análisis y proyecciones, como también el obtener una correcta tasa costo de capital, influyen directamente para estimar con mayor precisión el valor de la acción de mercado.

Sumado a lo anterior, se puede añadir la incertidumbre que enfrenta el sector inmobiliario y su potencial contracción, en línea con los últimos reportes de crecimiento del PIB para el 2019.

Por lo tanto, además de poder estimar el valor de la acción de Besalco, podemos comentar lo siguiente:

- El método de valorización mediante flujos de caja descontados exige un alto grado de conocimiento de los distintos negocios que posee la empresa, los cuales, junto a las perspectivas de crecimiento de la industria, determinan los principales supuestos de proyección de flujos.
- La valorización podría verse afectada por la disponibilidad de dicha información, para lo cual se incorporan supuestos simplificadores o variables críticas.
- A su vez, la valorización es altamente sensible a la determinación de la tasa de costo de capital, la que debe contener una sólida metodología de cálculo. Respecto a lo anterior, la variación del precio de la acción frente al aumento o disminución en 1bp en la tasa de costo de capital, resulta en que disminuya o aumente en \$1,5 respectivamente.

## 12. Bibliografía y Referencias

Análisis razonados y Estados financieros de Besalco S.A. desde diciembre 2014 a diciembre 2018, incluidos los EEEF al cierre del 3T 2018

Memorias de Besalco S.A. desde los años 2014 al 2018, obtenidas desde página web de la Comisión para el Mercado Financiero.

Memoria anual 2017 de Socovesa y año 2018 para SalfaCorp, obtenidas desde página web de la Comisión para el Mercado Financiero.

Informe “Resulta y Negocios” noviembre 2108, de Banchile Inversiones, obtenida de la pagina web de Besalco, sección Presentaciones.

Informe MACH 49 -2018, obtenido desde la página web de la Cámara Chilena de la Construcción.

Libro Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica., Carlos Maquieira, Editorial Andrés Bello - 2010.

Libro “Valoración de Empresas”, Pablo Fernández, Tercera edición (2005).

Principales páginas de Internet consultadas:

[www.besalco.cl](http://www.besalco.cl)

[www.cmfchile.cl](http://www.cmfchile.cl)

[www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)

[www.cchc.cl](http://www.cchc.cl)

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[www.sii.cl](http://www.sii.cl)

## 13. Anexos

### Anexo 1: Bonos de la Empresa

- Bono Serie A

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie A
Nemotécnico	BBESA-A
Fecha de Emisión	20/01/2017
Valor Nominal (VN o D)	800.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	20/01/2024
Tipo de Bono	Alemán
Tasa Cupón ( $k_d$ )	4,5%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	14
Periodo de Gracia	4 periodos
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento Pasivos del Grupo
Clasificación de Riesgo	Feller Rate con BBB+ y por Fitch Ratings con BBB.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	3,63%
Precio de venta el día de la emisión.	UF 829.360 <sup>38</sup>
Valor de Mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valor día emisión: 103,67%, por lo tanto, se transó sobre la par.</li> <li>- Valor más reciente transado: 104,96% (15/03/2019).</li> </ul>
Fuente Datos	Bloomberg – Bolsa de Santiago

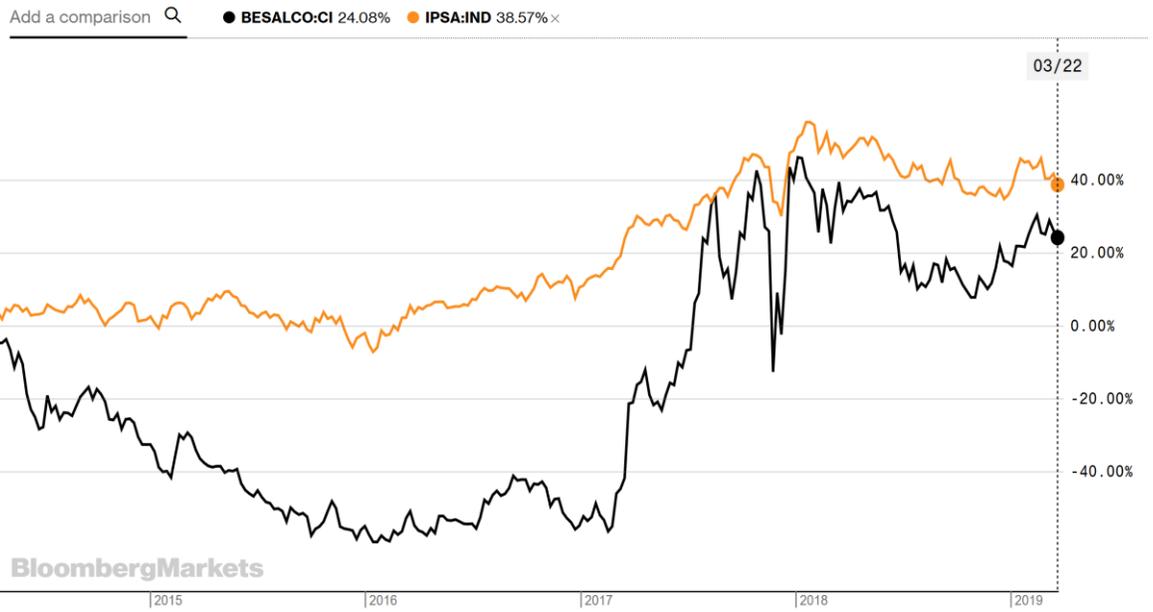
<sup>38</sup> Valor de mercado día de la emisión \* Nominal = Precio venta el día de la emisión.

- **Bono Serie B**

	<b>Observaciones</b>
Bono	Serie B
Nemotécnico	BBESA-B
Fecha de Emisión	16/08/2018
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	03/10/2024
Tipo de Bono	Alemán
Tasa Cupón ( $k_d$ )	2,70%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	6
Periodo de Gracia	3 años
Motivo de la Emisión	Refinanciar Pasivos y Nuevas Inversiones.
Clasificación de Riesgo	Feller Rate con BBB+ y por Fitch Ratings con BBB.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	2,60%
Precio de venta el día de la emisión.	2.077.000 <sup>39</sup> UF
Valor de Mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valor día emisión: 103,85%, por lo tanto, se transó sobre la par.</li> <li>- Valor más reciente transado: 101,18% (20/03/2019).</li> </ul>
Fuente Datos	Bloomberg – Bolsa de Santiago

<sup>39</sup> Valor de mercado día de la emisión \* Nominal = Precio venta el día de la emisión.

## Anexo 2: Precio Besalco v/s IPSA



### Anexo 3: Outputs Modelo de Mercado (utilizando IGPA)

- Modelo de Mercado Año 2016

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,319938161
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,102360427
R <sup>2</sup> ajustado	0,093560039
Error típico	0,039378282
Observaciones	104

#### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,018036148	0,018036148	11,6313539	0,000930363
Residuos	102	0,158166205	0,001550649		
Total	103	0,176202353			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,002619474	0,003863963	-0,677924236	0,4993547	-0,010283627	0,005044679	-0,010283627	0,005044679
	-0,008691119	0,900703826	3,410477078	0,0930%	0,376864572	1,424543079	0,376864572	1,424543079

- Modelo de Mercado Año 2017

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,319830978
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,102291855
R <sup>2</sup> ajustado	0,093490794
Error típico	0,059608813
Observaciones	104

#### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,041297808	0,041297808	11,6226741	0,000934265
Residuos	102	0,362427475	0,003553211		
Total	103	0,403725283			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,007659992	0,006040358	1,268135432	0,20763651	-0,00432103	0,019641015	-0,00432103	0,019641015
	-0,007323038	1,345445484	3,409204315	0,0934%	0,562657334	2,128233634	0,562657334	2,128233634

- Modelo de Mercado Año 2018

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,564955217
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,319174397
R <sup>2</sup> ajustado	0,31243355
Error típico	0,06636029
Observaciones	103

#### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,208511541	0,208511541	47,3492977	5,08656E-10
Residuos	101	0,444772503	0,004403688		
Total	102	0,653284044			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,003563163	0,006620391	0,53821035	0,59161595	-0,009569912	0,016696238	-0,009569912	0,016696238
	0,013512098	2,469806521	6,881082594	0,00000005%	1,757791849	3,181821193	1,757791849	3,181821193

## Anexo 4: Outputs Modelo de Mercado (utilizando IPSA)

### • Modelo de Mercado Año 2016

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,288194628
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,083056144
R <sup>2</sup> ajustado	0,074066498
Error típico	0,039799456
Observaciones	104

#### ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,014634688	0,014634688	9,23908983	0,003010016
Residuos	102	0,161567665	0,001583997		
Total	103	0,176202353			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,002391751	0,003903567	-0,612709057	0,54143239	-0,010134458	0,005350956	-0,010134458	0,005350956
	-0,011162598	0,719911623	3,039587116	0,00301002	0,250130289	1,189692958	0,250130289	1,189692958

### • Modelo de Mercado Año 2017

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,305206373
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,09315093
R <sup>2</sup> ajustado	0,084260253
Error típico	0,059911528
Observaciones	104

#### ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,037607386	0,037607386	10,4773718	0,001630389
Residuos	102	0,366117898	0,003589391		
Total	103	0,403725283			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,0085556	0,006022972	1,420494684	0,15851335	-0,003390937	0,020502136	-0,003390937	0,020502136
	-0,006643562	1,163963088	3,236876859	0,00163039	0,450709119	1,877217057	0,450709119	1,877217057

### • Modelo de Mercado Año 2018

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,549743413
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,302217821
R <sup>2</sup> ajustado	0,295309086
Error típico	0,06718159
Observaciones	103

#### ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,19743408	0,19743408	43,7443099	1,80778E-09
Residuos	101	0,455849964	0,004513366		
Total	102	0,653284044			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,004529847	0,006684985	0,677615191	0,49956502	-0,008731364	0,017791059	-0,008731364	0,017791059
	0,015050121	2,278338005	6,613948131	1,8078E-09	1,594992801	2,961683209	1,594992801	2,961683209

## Anexo 5: Estados Consolidados de Resultados Integrales 2018 – 2017 (Fuente: CMF).

### BESALCO S.A. Y FILIALES

Estados Consolidados de Resultados Integrales  
al 31 de diciembre 2018 y 2017

	Nota	01/01/2018 31/12/2018 M\$	01/01/2017 31/12/2017 M\$
<b>Estado de Resultados</b>			
Ingresos de Actividades Ordinarias	28	451.697.466	419.080.389
Costo de Ventas	29	(404.530.998)	(377.543.133)
Ganancia Bruta		<u>47.166.468</u>	<u>41.537.256</u>
Gastos de Administración	43	(17.994.506)	(19.241.765)
Otras Ganancias (Pérdidas)	30	5.670.939	7.070.143
Ingresos Financieros	44	3.287.319	1.339.546
Costos Financieros	31	(11.535.571)	(10.984.184)
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos			
Contabilizados Utilizando el Método de la Participación	15	1.877.081	3.354.655
Diferencias de Cambio	32	20.182	(644.328)
Resultados por Unidades de Reajuste	33	(1.641.269)	(1.654.473)
Resultado Antes de Impuesto		<u>26.850.643</u>	<u>20.776.850</u>
Beneficio (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	34	(8.857.653)	(5.858.050)
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Continuas		<u>17.992.990</u>	<u>14.918.800</u>
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Discontinuas		-	-
Ganancia (Pérdida) Neta		<u>17.992.990</u>	<u>14.918.800</u>
<b>Ganancia Atribuible a</b>			
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los Propietarios de la Controladora		14.413.092	9.808.554
Ganancia (Pérdida) Atribuible a Participaciones No Controladoras		<u>3.579.898</u>	<u>5.110.246</u>
Ganancia (Pérdida) Neta		<u>17.992.990</u>	<u>14.918.800</u>