



**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO**

Valoración Económica de Empresas Besalco S.A.

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN
FINANZAS**

ALUMNO: Javier Chávez Luco

PROFESOR GUÍA: Mauricio Jara

Contenido

1.	RESUMEN EJECUTIVO	4
2.	METODOLOGÍA	5
2.1.	PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	5
2.2.	MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO	5
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	8
3.1.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	8
3.1.1.	ANTECEDENTES DEL NEGOCIO E HISTORIA	8
3.1.2.	ACCIONISTAS – GRUPO CONTROLADOR.....	10
3.1.3.	FILIALES	11
3.1.3.1.	SEGMENTO OBRAS CIVILES.....	11
3.1.3.2.	SEGMENTO SERVICIOS DE MAQUINARIAS.....	12
3.1.3.3.	SEGMENTO DESARROLLO INMOBILIARIO	13
3.1.3.4.	SEGMENTO PROYECTOS DE INVERSIÓN	14
3.2.	DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	17
3.2.1.	ESCENARIO ACTUAL DEL SECTOR	17
3.2.2.	RIESGOS.....	19
3.2.3.	REGULACIÓN	20
3.2.4.	EMPRESAS COMPARABLES	21
4.	ESTRUCTURA DE CAPITAL	23
4.1.	DEUDA FINANCIERA.....	23
4.1.1.	BONO DE LARGO PLAZO	26
4.2.	VALOR ECONÓMICO DEL PATRIMONIO	27
4.3.	VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA	28
4.4.	ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	29
5.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	30
5.1.	COSTO DE LA DEUDA.....	30
5.2.	BETA DE LA DEUDA.....	32
5.3.	ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL.....	33
5.4.	BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA	35
5.5.	BETA PATRIMONIAL CON ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	35
5.6.	COSTO PATRIMONIAL	36
5.7.	COSTO DE CAPITAL	37
6.	ANÁLISIS DEL NEGOCIO	38
6.1.	ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA	38
6.2.	ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES	41
6.3.	ANÁLISIS DEL RESULTADO NO OPERACIONAL DE LA EMPRESA	44

6.4.	ANÁLISIS DE MÁRGENES DE LA EMPRESA.....	46
6.5.	ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS.....	48
6.5.1.	ACTIVOS OPERACIONALES Y NO OPERACIONALES.....	48
6.5.2.	CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO	49
6.5.3.	INVERSIONES.....	50
6.6.	ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA.	52
6.6.1.	SEGMENTO OBRAS CIVILES	52
6.6.2.	SEGMENTO INMOBILIARIO.....	54
6.6.3.	SEGMENTO SERVICIOS DE MAQUINARIA.....	55
6.6.4.	SEGMENTO PROYECTOS DE INVERSIÓN	57
7.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	58
7.1.	INGRESOS OPERACIONALES PROYECTADOS.....	58
7.1.1.	SEGMENTO OBRAS CIVILES	58
7.1.2.	SEGMENTO DESARROLLO INMOBILIARIO.....	59
7.1.3.	SEGMENTO SERVICIOS DE MAQUINARIA	59
7.1.4.	SEGMENTO PROYECTOS DE INVERSIÓN	59
7.2.	COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES PROYECTADOS.....	61
7.3.	RESULTADO NO OPERACIONAL PROYECTADO.....	63
7.4.	IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO	63
7.5.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILES DE UF.....	64
7.6.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO PORCENTUAL.....	65
8.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	66
8.1.	INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	66
8.2.	NUEVAS INVERSIONES DE CAPITAL	66
8.3.	INVERSIÓN O LIBERACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO	67
8.4.	FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS	69
8.5.	VALOR TERMINAL.....	70
9.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	71
9.1.	VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	71
9.2.	DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO	72
9.3.	ACTIVOS PRESCINDIBLES Y OTROS ACTIVOS	72
9.4.	VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA	74
9.5.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	76
10.	CONCLUSIONES	78
	BIBLIOGRAFÍA	79

1. RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este documento es realizar una valoración económica de la empresa Besalco S.A., y establecer por esta vía un precio estimado para la acción de la compañía.

La empresa es una sociedad anónima abierta, inscrita en la Comisión para el Mercado Financiero de Chile, cuya información contable y bursátil está abierta al público. Su sector industrial principal es el de Ingeniería y Construcción, un rubro que posee un alto componente de riesgo sistémico, y que se ha visto particularmente afectado en los últimos años por los efectos financieros y económicos de la pandemia.

Para realizar la valoración de la compañía se utiliza el método de flujo de caja descontado, uno de los métodos más usados por los distintos analistas financieros. La valoración se realiza al 31 de marzo de 2023, y para todos los efectos, los Estados Financieros del primer trimestre de 2023 se consideran como información pública disponible.

Para el análisis se utiliza información pública de la compañía, consistente principalmente en sus Estados Financieros y Análisis Razonados, así como también información disponible abiertamente en sitios web de empresas, organismos financieros, y analistas del sector. El periodo histórico de análisis abarca los años 2017 a 2023 (marzo).

La tasa WACC estimada para la valoración es de 6,84% (con un beta patrimonial de 1,04) y considera un premio por iliquidez.

El precio por acción estimado mediante flujo de caja descontado es de \$442, lo que significa una diferencia de 10% respecto al precio de mercado a la fecha de valoración (\$404).

En la última parte del documento se realiza un análisis de sensibilidad respecto a los principales factores y supuestos que pueden afectar la estimación. Se consideran la tasa de costo de capital, el resultado operacional de la compañía, y el crecimiento en ingresos operacionales. Los dos primeros resultan más críticos en la determinación del precio de la acción.

2. METODOLOGÍA

2.1. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan distintamente en:

- i) cuentas del balance de la empresa.
- ii) cuentas de resultados de la empresa.
- iii) cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos).
- iv) el descuento de flujos.
- v) valoración de opciones reales (Fernández, 2012).

Es importante destacar que los resultados obtenidos por los distintos métodos nunca serán exactos ni únicos, ya que dependerán además de la situación de la empresa en un determinado momento del tiempo. Los analistas financieros evalúan y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Estos resultados suelen diferir, dado que cada analista o equipo de investigación utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

En la práctica, dentro de los métodos más conocidos y utilizados se encuentran: el modelo de flujos de caja descontados, el método de múltiplos o comparables, y el método de descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza específicamente el modelo de flujos de caja descontados.

2.2. MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO.

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, debido a que está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Si bien la valoración por FCD es sólo una más de las distintas maneras de valorar empresas y una de las metodologías más utilizadas en la práctica, es el 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 una

valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja de la firma, siendo esto el principal motivo de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que comprenda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de 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, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Por lo tanto, este método será altamente sensible a la tasa de descuento que se utilice (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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 empresa, los factores específicos de la industria y las tendencias macroeconómicas que influyen en los resultados de la 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 dicha tasa de descuento es uno de los puntos más importantes dentro de la metodología. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo del negocio, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido y establecido por 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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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 de esta forma (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2012).

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

3.1.1. ANTECEDENTES DEL NEGOCIO E HISTORIA

Besalco S.A. es una empresa de origen chileno, fundada en 1944 por Víctor Bezanilla y cuya familia mantiene en la actualidad una participación mayoritaria sobre la misma (conformando el grupo controlador). La compañía participa directamente o a través de sus filiales en diversas actividades de la industria de la ingeniería y construcción, y actualmente es la segunda empresa más importante del sector construcción en Chile (siendo superada por Salfacorp S.A.).

Tabla 1 Antecedentes de Besalco

Razón Social	Besalco S.A.
Rut	92.434.000-2
Nemotécnico	BESALCO
Clase de Acción	Serie única
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Industria	Construcción
Países donde Opera	Chile, Perú, Colombia
Clasificación	ICR: A-/Estable (mayo 2022) Fitch Ratings: BBB/Positiva (noviembre- 2022)

Fuente: Web de la empresa

Si bien nace como una empresa constructora especializada en obras civiles (principalmente de vialidad) en los años 70's fortaleció y amplió su presencia en los mercados de infraestructura pública y desarrollo inmobiliario. Durante las últimas dos décadas, ha continuado ampliando y diversificado sus negocios hacia los servicios de maquinaria, concesiones de infraestructura pública, líneas de alta tensión, y energías renovables. Esta importante diversificación de negocios le ha permitido a la empresa contar con una mayor estabilidad en el flujo de sus operaciones respecto a la competencia.

La compañía actualmente participa en los negocios de Obras Civiles, Inmobiliario, Maquinarias, Concesiones y Energía, con presencia en Chile, Perú, y en menor grado, Colombia.

Ha realizado proyectos de gran envergadura y complejidad técnica, entre las cuales se incluyen Estaciones del Metro de Santiago, el Congreso Nacional, el Embalse Convento Viejo y el Aeropuerto Mataverí (Isla de Pascua).

Desde el año 1995 la empresa está constituida como una sociedad anónima abierta y sus títulos se transan en bolsa, convirtiéndose en la primera empresa del sector en ingresar al mercado accionario chileno. Su moneda funcional es el peso chileno, por lo que en adelante la valoración será realizada en moneda UF (en general montos se expresan en miles de UF).

Como se puede observar en el siguiente cuadro, al año 2022 la compañía presenta un crecimiento importante en la rentabilidad del patrimonio, pasando de un 8,8% a un 17,4% entre los años 2021 y 2022. Este resultado está principalmente explicado por un aumento importante en el margen neto respecto a los años anteriores (dado por un buen desempeño general de los distintos segmentos de negocio), junto con una mejora en su rotación de activos, mientras que el indicador de apalancamiento (activos/patrimonio) muestra una leve disminución.

Tabla 2 Rentabilidad sobre el Patrimonio - Dupont

Total Empresa (%)	2018	2019	2020	2021	2022	prom.
ROE	9,2%	7,1%	6,3%	8,8%	17,4%	9,8%
Margen Neto	4,0%	3,4%	3,1%	3,2%	5,9%	3,9%
Rotación Activos	64,7%	54,0%	51,3%	65,6%	76,2%	62,4%
Apalancamiento (A/P)	356,9%	389,4%	392,2%	414,4%	388,9%	388,3%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

3.1.2. ACCIONISTAS – GRUPO CONTROLADOR

En la actualidad existen un total de 576.172.664 acciones emitidas por la compañía, de serie única. En el siguiente cuadro se presentan los 12 principales accionistas de Besalco y su respectivo porcentaje de propiedad.

Tabla 3 Principales Accionistas

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	% de propiedad
TORA CONSTRUCCIONES SA	8,23%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	6,95%
INVERSIONES SAN RODRIGO SPA	6,85%
INVERSIONES LOS NOTROS SPA	6,63%
COMERCIAL VILUCO SPA	4,62%
INVERSIONES BEDON LTDA	4,59%
INVERSIONES BEVAL LTDA	4,59%
INVERSIONES HUASCARAN SPA	4,59%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK	4,02%
INVERSIONES DON VICTOR VII SA	3,76%
INVERSIONES DON VICTOR I SA	3,76%
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	3,52%
Total	62,11%

Fuente: CMF Chile

Hay que destacar que la familia Bezanilla mantiene el control de la compañía mediante inversión directa o a través de distintas sociedades, con el 52,45% de participación total.

Tabla 4 Grupo Controlador

nombre	inv directa	otros	sociedad	%	Total
Víctor Manuel Bezanilla Saavedra	0,08%	0,05%	Tora Construcciones S.A.	8,23%	12,95%
			Inversiones Huascarán SpA.	4,59%	
Paulo Felipe Bezanilla Saavedra	0,25%		Inversiones Bedon Ltda.	4,59%	7,31%
			Inversiones San José Ltda.	2,47%	
Raúl Agustín Bezanilla Saavedra	0,01%	0,00%	Inversiones Beval Ltda.	4,59%	7,17%
			Inversiones San Raúl Ltda.	2,57%	
Rodrigo Enrique Bezanilla Saavedra	0,00%		Inversiones San Rodrigo SpA.	6,85%	6,85%
Adriana María Bezanilla Saavedra	0,02%	0,00%	Inversiones Don Víctor VII S.A.	3,76%	6,81%
			Inversiones Santa María Ltda.	2,18%	
			Inversiones O Brien VII Ltda.	0,83%	
			R Lira y Compañía Ltda.	0,01%	
Isabel Margarita Bezanilla Saavedra	0,01%	0,00%	Inversiones Los Notros SpA.	6,63%	6,63%
Francisco José Bezanilla Saavedra			Comercial Viluco SpA.	4,62%	4,73%
			Inversiones San Francisco SpA.	0,11%	
Total	0,37%	0,05%		52,03%	52,45%

Fuente: Memoria de la Compañía 2022

3.1.3. FILIALES

La empresa se organiza en 4 líneas de negocio (segmentos) a través de 8 filiales, lo cual se describe en detalle en esta sección.

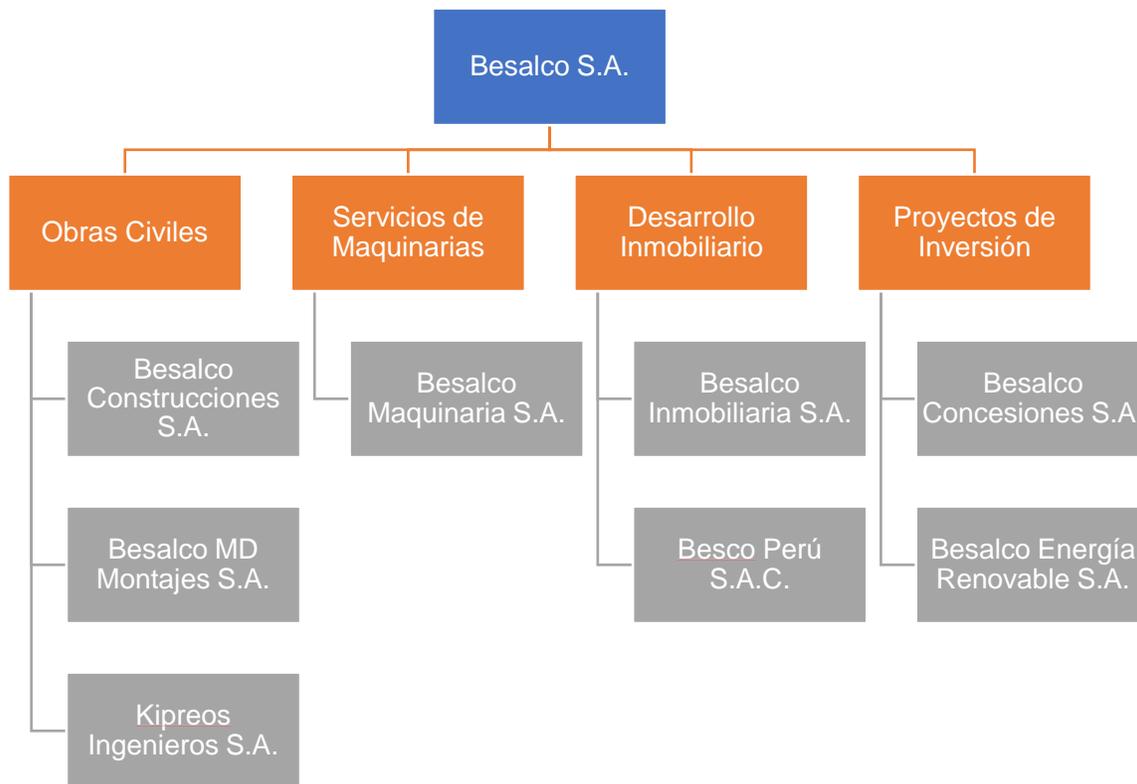


Fig. 1 Estructura de Negocio de la Compañía

3.1.3.1. SEGMENTO OBRAS CIVILES

Los proyectos que se gestionan bajo este segmento corresponden a obras como: carreteras, puentes, viaductos, túneles, presas, obras ferroviarias, obras de generación y transmisión de energía eléctrica, edificación de uso comercial, hospitalario y otros. Entre los clientes de este segmento se destacan: Empresa de Ferrocarriles del Estado, Metro de Santiago, Anglo American Perú, Codelco, Teck Quebrada Blanca y Arauco S.A.

Las filiales de este segmento corresponden a:

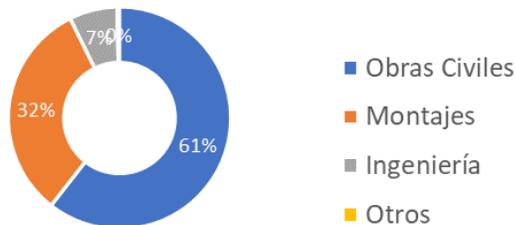
- **Besalco Construcciones S.A.:** gestiona y ejecuta contratos de construcción de obras viales, túneles, obras sanitarias, tuberías industriales, manejos de relave para

la gran minería, obras subterráneas y proyectos de infraestructura para entidades públicas y privadas.

- **Besalco MD Montajes S.A.:** atiende principalmente el mercado de proyectos industriales tanto en el sector de la minería como del papel, celulosa, madera, petróleo, gas, petroquímica, alimentos, cemento, tratamientos de aguas, infraestructura y otros.
- **Kipreos Ingenieros S.A.:** presta servicios de ingeniería y ejecución de proyectos eléctricos de alta, media y baja tensión, con énfasis en líneas de transmisión y subestaciones eléctricas. Además, brinda servicios de transporte aéreo de pasajeros y carga. Sus principales áreas de operación incluyen la minería, construcción, transmisión eléctrica y agricultura.

El segmento de negocio representa aproximadamente el 50% de los ingresos totales de la compañía, siendo Obras civiles el subsegmento más relevante, seguido del subsegmento Montajes.

Distribución ingresos Seg. Obras Civiles - 2022



Fuente: Análisis Razonado EEFF

Fig. 2 Distribución Ingresos Segmento Obras Civiles – dic-2022

3.1.3.2. SEGMENTO SERVICIOS DE MAQUINARIAS

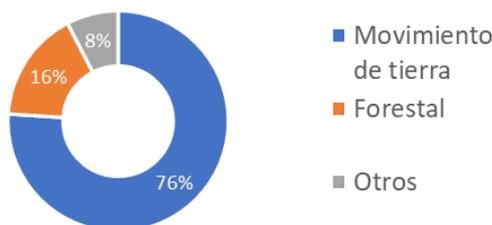
Este segmento de negocio se dedica a la prestación de servicios con maquinaria especializada en transporte y operaciones en diversos sectores, principalmente minería, y también forestal y hormigón premezclado, entre otros. Sus actividades incluyen el carguío y transporte de tierras y minerales, la extracción y procesamiento de minerales, el transporte de ripios y la operación de botaderos. También abarca la cosecha de bosques, el carguío y

transporte de productos y subproductos forestales, el transporte de hormigón premezclado y el arriendo de equipos a terceros.

El segmento de negocio representa aproximadamente el 20% de los ingresos totales de la compañía, siendo el subsegmento movimiento de tierra el más relevante, representando aproximadamente un 76% de los ingresos del segmento.

- **Besalco Maquinarias S.A.**

Distribución ingresos Seg. Maquinarias



Fuente: Análisis Razonado EEFF

Fig. 3 Distribución Ingresos Segmento Servicios de Maquinarias – dic-2022

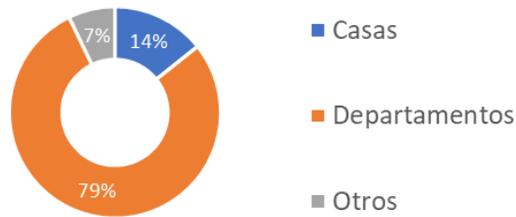
3.1.3.3. SEGMENTO DESARROLLO INMOBILIARIO

La principal actividad considerada bajo este segmento corresponde al desarrollo y ejecución de proyectos inmobiliarios propios y en consorcios con terceros, tanto en Chile como en Perú y Colombia. El negocio contempla la totalidad del ciclo inmobiliario, que se inicia con la adquisición de los terrenos, pasando por el desarrollo de los proyectos, la obtención de los permisos, construcción, y posterior venta y postventa.

El segmento de negocio representa aproximadamente el 19% de los ingresos de la compañía. Siendo el subsegmento de Departamentos el más relevante, con un 79% de los ingresos del segmento.

- **Besalco Inmobiliaria S.A.** es la empresa especializada en el diseño, construcción y venta de casas y departamentos en Chile.
- **Besco Perú S.A.C.** gestiona el negocio inmobiliario en Perú y Colombia, enfocada principalmente en viviendas para sectores medios y emergentes de la sociedad.

Distribución ingresos Seg. Inmobiliario - 2022



Fuente: Análisis Razonado EEFF

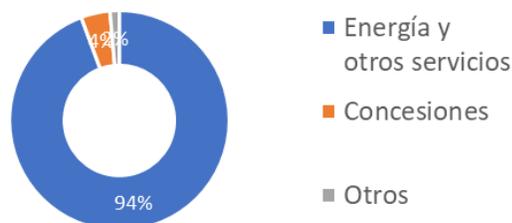
Fig. 4 Distribución Ingresos Segmento Desarrollo Inmobiliario – dic-2022

3.1.3.4. SEGMENTO PROYECTOS DE INVERSIÓN

En este segmento se agrupan las inversiones en concesiones de infraestructura y energías renovables, junto a la gestión de contratos de concesión de obras públicas y privadas. El segmento representa aproximadamente un 8% de los ingresos de la compañía, siendo Energía el subsegmento más relevante.

- **Besalco Concesiones S.A.**, administra contratos de concesión de obras públicas y privadas, que incluye el desarrollo de los proyectos de ingeniería, la gestión del financiamiento, la contratación de la construcción, mantención y operación de los mismos.
- **Besalco Energía Renovable S.A.**, es la encargada de desarrollar y explotar centrales hidroeléctricas de pasada que suministrarán energía al Sistema Interconectado Central (SIC).

Distribución ingresos Seg. Proyectos de Inversión - 2022



Fuente: Análisis Razonado EEFF

Fig. 5 Distribución Ingresos Segmento Proyectos de Inversión - 2022

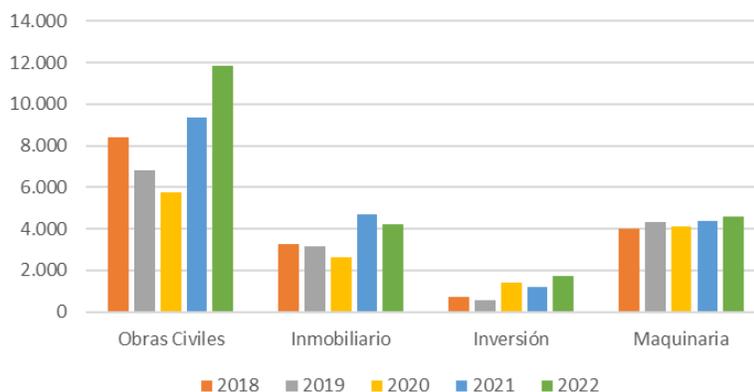
Como se puede observar en la Tabla 5, durante el último año (2022) la participación en ingresos de cada segmento de negocio estuvo distribuida de la siguiente forma: 53% Obras Civiles, 20% Maquinaria, 19% Inmobiliario y 8% Proyectos de Inversión. Se ha observado un aumento importante en los ingresos en los dos últimos periodos (2021-2022), con un repunte mayor en el segmento Obras Civiles, donde el nivel de ingresos más que duplica el valor observado en 2020.

Tabla 5 Ingresos por Segmento (miles de UF)

MUF	2019	2020	2021	2022	(%) 2022
Obras Civiles	6.812	5.770	9.332	11.826	53%
Inmobiliario	3.136	2.610	4.700	4.205	19%
Inversión	557	1.409	1.183	1.756	8%
Maquinaria	4.313	4.119	4.378	4.567	20%
Total	14.817	13.909	19.594	22.353	100%
% var	-10%	-6%	41%	14%	

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Ingresos por segmento 2018-2022 (MUF)



Fuente: Análisis Razonado EEFF

Fig. 6 Ingresos por Segmento

En el siguiente cuadro (Tabla 6) es posible notar que los resultados de la compañía (ganancias de la controladora) en los últimos periodos están determinados principalmente por los Segmentos Inmobiliario y Maquinaria. Este último es el segmento donde la empresa tiene una mayor posición competitiva, la cual se debe en parte a la relación de largo plazo existente en los contratos con los clientes, además de ser la única de las empresas comparables del sector que maneja esta área como un segmento de negocio específico.

Por otra parte, al observar los resultados, es posible que en el segmento Obras Civiles exista espacio para lograr un mayor grado de eficiencia. Este segmento se ha visto impactado fuertemente en los últimos años tanto por el factor cíclico de la economía, como también por el aumento en el costo de los insumos. Este escenario ha estado determinado principalmente por las condiciones económicas postpandemia y por el conflicto de guerra en Ucrania, a lo cual se ha sumado también la mayor inestabilidad financiera existente en los mercados.

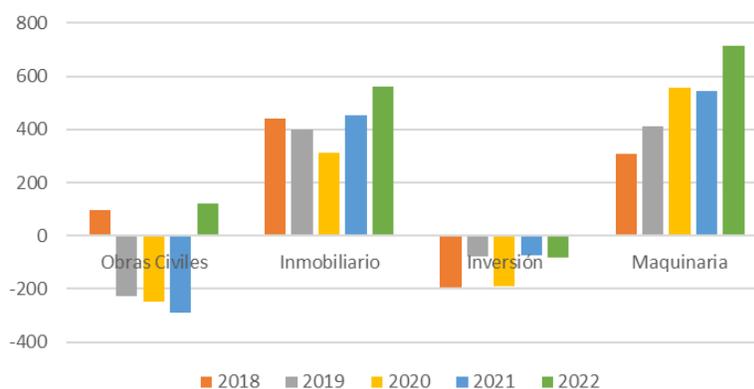
El crecimiento promedio (2019-2022) en términos del resultado del ejercicio ha sido de un 30% para la compañía, siendo el último año el de mayor crecimiento. Esto también ha llevado a que el EBITDA de la empresa se encuentre en el mayor nivel de los últimos años.

Tabla 6 Resultado del Ejercicio por Segmento - EBITDA total (miles de UF)

MUF	2019	2020	2021	2022	(%) 2022
Obras Civiles	-227	-246	-288	123	9%
Inmobiliario	397	311	452	563	43%
Inversión	-80	-189	-73	-83	-6%
Maquinaria	411	558	543	713	54%
Total	502	433	635	1.315	100%
% var	-23%	-14%	47%	107%	
EBITDA	2.390	2.387	2.520	3.755	
%var	9%	0%	6%	49%	

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Resultado del Ejercicio por Segmento 2018-2022 (MUF)



Fuente: Análisis Razonado EEFF

Fig. 7 Resultado del Ejercicio por Segmento

3.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

3.2.1. ESCENARIO ACTUAL DEL SECTOR

El sector construcción en Chile se puede dividir principalmente en dos grandes áreas de negocio: Obras Civiles-Infraestructura y Desarrollo Inmobiliario. Si bien en ambas existe un fuerte componente cíclico, en el sentido que su actividad se mueve en línea con el comportamiento de la economía, a nivel macroeconómico pueden verse mayormente correlacionadas con variables diferentes. En el caso de obras civiles, existe una alta relación con el crecimiento del PIB (inversión) y las tasas de interés, y en el caso de desarrollo inmobiliario, además de estos factores, se ve determinado por variables como el desempleo y la inflación, las cuales influyen fuertemente en la demanda por viviendas.

En la Fig. 8 es posible notar como el índice de actividad del sector construcción IMACON (índice mensual de actividad de la construcción) muestra una mayor variabilidad que el índice general (IMACEC), lo que es coherente con lo observado anteriormente en los ingresos del segmento Obras Civiles de la compañía. Si bien el sector Construcción ha mostrado un repunte en los últimos meses, aún se encuentra en terreno negativo.

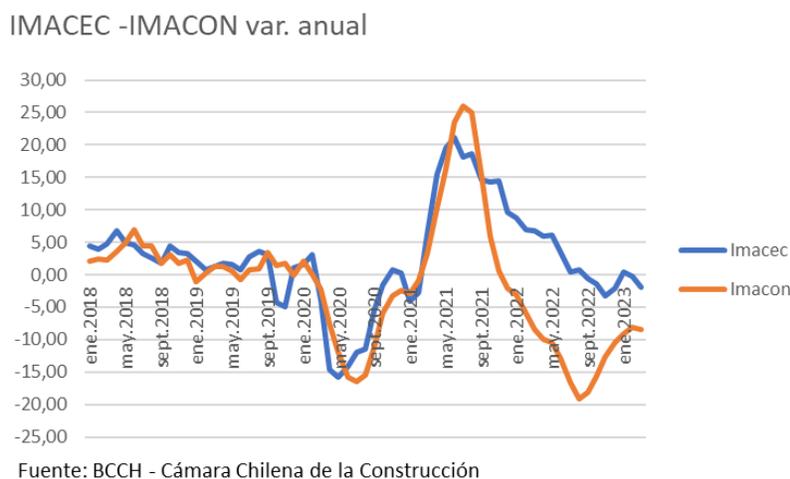


Fig. 8 IMACEC - IMACON variación anual

Para el sector inmobiliario las negativas condiciones económicas del año 2022, con una desaceleración económica en el país, un mayor desempleo que los niveles prepandemia, una fuerte inflación y un aumento en las tasas de interés, produjeron una disminución importante en la venta de viviendas a nivel nacional. Esto significó una disminución histórica

de aproximadamente un 30% en este indicador respecto a 2021. La información disponible al primer trimestre de 2023 evidencia una demanda por vivienda débil, pero con una recuperación moderada en el segmento de departamentos¹.

En los últimos meses de 2023 se ha observado un aumento incipiente en la tasa de desempleo a nivel nacional, lo que va a continuar afectando la demanda por viviendas. Además, la inflación ha mostrado una mayor persistencia que la esperada originalmente (algunas medidas de expectativas de inflación aún se encuentran por sobre la meta de 3% a dos años), lo que hace que la decisión de una baja en las tasas de interés de la economía se materialice probablemente con un mayor rezago. Esto afecta por un lado el financiamiento y la liquidez de las empresas (oferta), así como también las tasas de interés de los créditos hipotecarios (demanda).

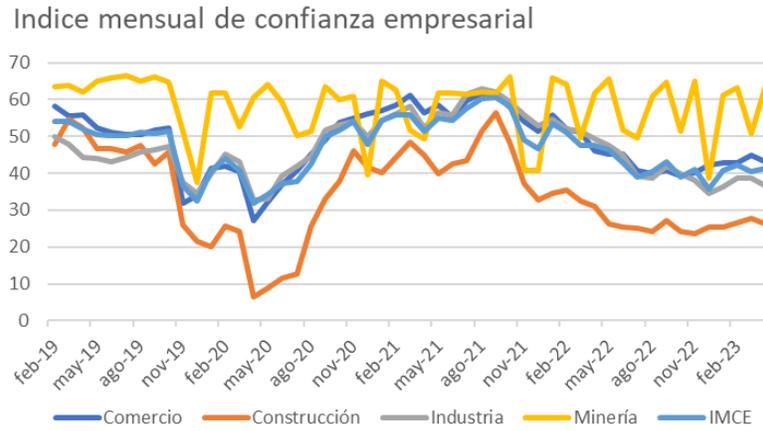


Fig. 9 Evolutivo tasa de desocupación nacional

El último IPOM del Banco Central² arrojó mejores expectativas de crecimiento para 2023, pasando de un terreno negativo (rango -1,75;-0,75) del informe anterior a uno de expectativa de crecimiento cero (rango: -0,5;0,5). Esto implica una menor contracción en la inversión que la prevista en el informe anterior, aunque con un leve mayor sesgo contractivo en 2024. En general los catastros de inversión que maneja el Banco Central muestran un bajo flujo de proyectos para los próximos años y las expectativas empresariales se mantienen en terreno negativo (menor a 50), siendo el sector Construcción el que muestra un menor indicador en este aspecto (Fig. 10 - IMCE).

¹ MACH 64 – Cámara Chilena de la Construcción

² Informe de Política Monetaria BCCH marzo 2023



Fuente: Icare - Cámara Chilena de la Construcción

Fig. 10 Evolutivo Índice de Confianza Empresarial (IMCE) por sector

3.2.2. RIESGOS.

Relacionado con lo visto en el punto anterior, dentro de los principales riesgos que se observan en el sector se encuentran:

- Una persistencia en los altos costos de construcción y su impacto en la rentabilidad de los contratos.
- Una inflación que se mantendrá por sobre la meta de 3% anual por un período mayor al previsto.
- Dado lo anterior, existirá un potencial rezago en el inicio del ciclo de disminución en las tasas de interés de la economía. Por lo tanto, persistirán las mayores dificultades de apalancamiento bancario y su efecto en los desistimientos de inversión.
- La variabilidad de la tasa de interés constituye un factor de riesgo en el área de la construcción, afectando en forma directa las ventas inmobiliarias, el costo de financiamiento de la construcción, y también el costo de financiamiento de los equipos.
- Además, se debe considerar el Riesgo Político presente en la economía chilena, en el sentido que existen discusiones relevantes, como por ejemplo la reforma tributaria, que pueden generar impacto en los resultados futuros de la compañía.

En el reporte MACH 64 de la Cámara Chilena de la Construcción, se visualiza que la inversión del rubro retroceda en torno a 5,9% durante 2023 respecto de 2022, en línea con el terreno negativo en el que aún se encuentran las principales variables macroeconómicas.

Para 2024 se espera que la tasa de crecimiento de la inversión en el sector empiece a converger hacia su nivel de tendencia, en línea con una eventual consolidación del proceso de ajuste de la economía. Esto significa que la inversión en construcción variará -0,5% anual en 2024.

3.2.3. REGULACIÓN

Como sociedad anónima abierta que transa sus acciones en la bolsa chilena, la compañía está, a nivel general, regulada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

De acuerdo con las distintas líneas de negocios existen Reguladores específicos sectoriales, además de otras entidades regulatorias generales que se resumen en el siguiente cuadro:

Tabla 7 Entidades Reguladoras

SECTOR INDUSTRIAL	ENTIDADES REGULADORAS SECTORIALES	ENTIDADES REGULATORIAS GENERALES
<i>Infraestructura y obras civiles</i>	Ministerio de Obras Públicas de Chile.	Fiscalía Nacional Económica.
	Ministerio del Fomento y Obras Públicas del Perú. Dirección General de Aeronáutica Civil (DGAC).	Comisión para el Mercado Financiero (CMF).
	Dirección General de Concesiones.	Servicio de Impuestos Internos (SII).
	Servicio Nacional de Geología y Minería (SERNAGEOMIN).	Unidad de análisis financiero (UAF).
<i>Industria extractiva: Minería y forestal</i>	Servicio Nacional de Geología y Minería (SERNAGEOMIN).	Dirección del Trabajo. Ministerio de Salud.
	Corporación Nacional Forestal (CONAF) dependiente del Ministerio de Agricultura.	Ministerio del Transporte y Telecomunicaciones.
<i>Energía y transmisión</i>	Coordinador Eléctrico para la filial Energía. Ministerio de Energía.	Consejo de Monumentos Nacionales.
<i>Inmobiliario</i>	Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento del Perú.	Ministerio de Medio Ambiente (SEIA).
	Servicio de Vivienda y Urbanismo (SERVIU).	Superintendencia de Medio Ambiente.
	Ministerio Vivienda y Urbanismo de Chile.	Municipalidades

Fuente: Memoria de la Compañía 2022

3.2.4. EMPRESAS COMPARABLES

En una primera aproximación, se consideraron como posibles empresas comparables aquellas compañías que tengan un grado de asociación relevante con la industria de la construcción en Chile, y que poseen segmentos de negocio similares a Besalco. Como empresas que cumplen con ese criterio es posible considerar a:

Tabla 8 Empresas Comparables

Empresas Comparables	
1. Salfacorp S.A.	4. Ingevec S.A.
2. Echeverría Izquierdo S.A.	5. Paz Corp S.A.
3. Socovesa S.A.	6. Moller & Perez-Cotapos S.A.

Dentro de este grupo se seleccionarán como comparables aquellas compañías cuya estructura, en términos de volumen de ingresos por segmento de negocio, sea similar a Besalco.

En la Tabla 9 es posible observar que tanto Socovesa como Paz Corp poseen un negocio centrado esencialmente en el segmento inmobiliario, por lo tanto, quedarían fuera del grupo de empresas comparables. Luego, es posible notar que Salfacorp, Echeverría Izquierdo, Ingevec y Moller tienen presencia en 2 de los segmentos más relevantes de Besalco (Obras Civiles e Inmobiliario), aunque, a diferencia del resto, Moller presenta una mayor concentración en el segmento inmobiliario.

Dado lo anterior, se considerarán como empresas comparables a: Salfacorp, Echeverría Izquierdo, e Ingevec. Estas empresas tienen una estructura de ingresos con una alta relevancia del segmento Ingeniería y Construcción (Obras Civiles), al igual que Besalco.

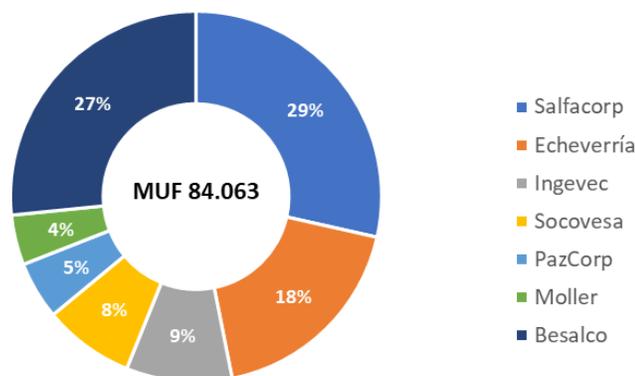
Tabla 9 Ingresos por Segmento Empresas comparables - 31/12/2022 (miles de UF)

MUF	Salfacorp	Echeverría	Ingevec	Socovesa	PazCorp	Moller	Besalco
Obras Civiles	18.965	14.261	7.499	-	-	657	11.826
Inmobiliario	4.747	1.173	237	6.645	4.238	3.011	4.205
Inversiones y Rentas	257	-	18	-	-	-	1.756
Maquinaria	-	-	-	-	-	-	4.567
Total	23.970	15.434	7.754	6.645	4.238	3.669	22.353

Fuente: Análisis Razonado de Estados Financieros

En términos de volumen de ingresos del sector al 31/12/2023 el orden de relevancia es: Salfacorp, Besalco, Echeverría Izquierdo, e Ingevec.

Distribución de ingresos por empresa



Fuente: Análisis Razonado EEFF

Fig. 11 Distribución de Ingresos por Empresa 31/12/2022

Tabla 10 Antecedentes de Salfacorp

Antecedentes	
Nombre de la Empresa	Salfacorp S.A
Ticker o Nemo técnico	Salfacorp
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio Santiago
Descripción de la empresa	SalfaCorp ha definido sus segmentos de operación en cuatro Unidades de Negocio: Ingeniería y Construcción (ICSA), Edificación (Novatec y Noval), Inmobiliaria Aconcagua (IACO) y Rentas y Desarrollo Inmobiliario (RDI). Esto le que permite dedicarse a: montaje, mantenimiento industrial, minería subterránea, movimiento de tierra, perforaciones y tronaduras, obras civiles, obras marítimas, geotecnia y postensados, desarrollo inmobiliario y edificación.
Fuente:	Web de la empresa

Tabla 11 Antecedentes de Ingevec

Antecedentes	
Nombre de la Empresa	Ingevec S.A
Ticker o Nemo técnico	Ingevec
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio Santiago
Descripción de la empresa	La empresa enfoca sus actividades en dos áreas de negocios: (i) Ingeniería y Construcción, que corresponde a inversión en construcción de todo tipo de infraestructura, además de empresas de servicio del área de la construcción; y (ii) Desarrollo de proyectos inmobiliarios
Fuente:	Web de la empresa

Tabla 12 Antecedentes de Echeverría Izquierdo

Antecedentes	
Nombre de la Empresa	Echeverría, Izquierdo S.A
Ticker o Nemo-técnico	EISA
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio Santiago
Descripción de la empresa	<p>La empresa define dos áreas de negocios:</p> <p>(i) Ingeniería y Construcción, ejecutando obras civiles, subterráneas, hospitales, edificios habitacionales y de oficinas, montaje de estructuras pesadas y equipos electromecánicos, construcción e instalación de fundaciones especiales y remediación de suelos, postensados, izajes pesados y mantenimientos industriales, entre otros.</p> <p>(ii) Desarrollo Inmobiliario, administrando proyectos y vendiendo casas, departamentos, oficinas y centros comerciales.</p>

Fuente: Web de la empresa

En términos de resultados y EBITDA, como se puede observar en la Tabla 13, de las empresas comparables (al cierre de 2022) Besalco se ubica por sobre Salfacorp, y luego siguen Echeverría Izquierdo e Ingevec.

Tabla 13 Resultado del Ejercicio por Segmento 31/12/2022 - Comparables

MUF	Salfacorp	Echeverría	Ingevec	Besalco
Obras Civiles	656	258	71	123
Inmobiliario	435	218	176	563
Inversiones y Rentas	34	-	40	-83
Maquinaria	-	-	-	713
Total	1.126	476	287	1.315
EBITDA	2.547	989	423	3.755

Fuente: Análisis Razonado de Estados Financieros

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

4.1. DEUDA FINANCIERA.

La deuda financiera (Tabla 14) muestra un crecimiento promedio de 1% anual considerando los últimos 6 años (hasta el 2022), y una tendencia a la baja desde el año 2019. Se observa un aumento importante (28%) el año 2018 producto de la emisión de un Bono (deuda no corriente) durante el segundo semestre de ese año, el cual tuvo el objetivo de reestructurar

deuda y financiar el plan de inversión en crecimiento de la compañía. Dado lo anterior, se tiene una disminución sostenida en el total de deuda de corto plazo hasta el año 2020. Durante dicho año se observa una disminución de 8% en la deuda financiera total de la empresa respecto al periodo anterior, lo que estuvo en línea con la importante contracción económica de ese año y la revisión a la baja en los planes de inversión de la compañía³. Esta caída en la deuda se produjo con una disminución igualmente proporcional de la deuda de corto y largo plazo.

En 2021 vuelve a crecer el préstamo bancario de corto plazo, en parte producto de las mayores exigencias financieras debido a los efectos post pandemia, y el fuerte repunte en los ingresos de la compañía. Este año coincide además con los primeros pagos del bono emitido el año 2018.

Tabla 14 Evolución Deuda Financiera (miles de UF)

MUF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	mar 2023
Total Deuda Corriente	3.522	3.369	3.248	2.914	4.307	4.241	3.386
Préstamo Bancario	2.628	2.423	2.175	1.964	2.563	2.426	1.882
Arrendamiento Financiero	357	658	742	694	861	975	1.010
Factoring y Confirming	500	180	-	-	-	-	-
Bonos	16	108	188	184	848	840	495
Otros Pasivos Financieros	21	0	144	71	36	-	-
Total Deuda No Corriente	5.441	8.119	9.012	8.407	7.194	6.131	5.831
Préstamo Bancario	3.677	3.327	4.227	4.413	3.751	3.524	3.289
Arrendamiento Financiero	727	2.034	2.120	1.443	1.722	1.861	1.875
Bonos	800	2.720	2.560	2.400	1.573	747	667
Otros Pasivos Financieros	237	38	105	151	148	-	-
Total	8.963	11.488	12.260	11.321	11.501	10.373	9.217
% var	-14%	28%	7%	-8%	2%	-10%	-11%
% Corto Plazo	39%	29%	26%	26%	37%	41%	37%
% Largo Plazo	61%	71%	74%	74%	63%	59%	63%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

A nivel general, en el año 2019 se observa el máximo valor de la deuda financiera de la compañía, dado mayormente por el crecimiento en los pasivos bancarios no corrientes, acompañado de una disminución en los pasivos corrientes. El porcentaje de deuda de corto plazo versus largo plazo promedio de los últimos periodos ha sido de 35%-65%.

³ [Noticia Pulso abril 2020](#): Besalco ajusta plan de inversiones.

A marzo 2023 se observa una disminución en la deuda financiera de 11% respecto al cierre 2022, producto principalmente de la disminución en préstamo bancario de corto plazo, que se ubicó en niveles similares al año 2020 (por lo que es posible esperar que experimente un aumento en el futuro). A partir de 2019 existe una trayectoria a la baja en la deuda financiera (-4% de crecimiento promedio anual), la cual ha estado marcada por un escenario de mayor incertidumbre financiera postpandemia.

En la Tabla 15 se presenta el desglose del ítem préstamos bancarios a marzo 2023, donde es posible observar que el 73% del monto financia a los segmentos de negocio Inmobiliario y Proyectos de Inversión, lo que es coherente con la mayor proporción de deuda de largo plazo en dicho ítem (64%), y con la mayor inversión en activos fijos de largo plazo que estos segmentos presentan (ej. terrenos y edificios), lo que los lleva a tener una menor participación de financiamiento vía arrendamiento financiero.

Tabla 15 Préstamos Bancarios por Segmento

Segmento Negocio	Monto	%	% corriente	% no corriente
Obras Civiles	457	9%	97%	3%
Inmobiliario	1.573	30%	52%	48%
Proyectos Inversión	2.225	43%	19%	81%
Maquinarias	581	11%	27%	73%
Matriz	335	6%	11%	89%
Total general	5.171	100%	36%	64%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

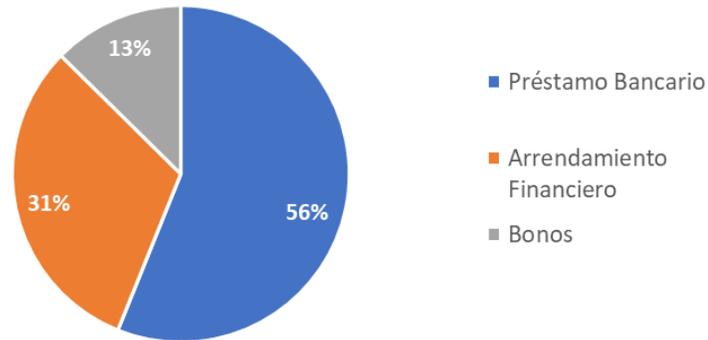
En el caso de arrendamientos financieros, en la Tabla 16 es posible notar que aproximadamente un 90% del monto financia a los segmentos Maquinarias y Obras Civiles, siendo Maquinarias el más relevante con un 58%, lo que es coherente con lo observado anteriormente respecto a la naturaleza de los negocios y sus respectivas inversiones.

Tabla 16 Arrendamientos Financieros por Segmento

Segmento Negocio	Monto	%	% corriente	% no corriente
Inmobiliario	21	0,7%	31,0%	69,0%
Maquinarias	1.673	58,0%	39,2%	60,8%
Obras Civiles	915	31,7%	34,5%	65,5%
Proyectos Inversión	275	9,5%	11,8%	88,2%
Total general	2.885	100%	35%	65%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Distribución Deuda Financiera - mar 2023



Fuente: Estados Financieros de la compañía

Fig. 12 Distribución Deuda Financiera

4.1.1. BONO DE LARGO PLAZO

En el siguiente cuadro se describen las características del Bono de largo plazo de la compañía

Tabla 17 Descripción Bono de Largo Plazo de la Empresa

Bono	Serie B
Nemotécnico	BBESA-B
Fecha de Emisión	13 de Septiembre 2018
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	03 de Octubre 2024
Tipo de Bono	Alemán
Tasa Cupón	2,70%
Yield	5,17% (al 10 de julio de 2020)
Periodicidad Semestral	Semestral
Número de pagos (N ^a)	12
Periodo de Gracia	3
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento Pasivos Grupo y Financiamiento de Inversiones
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: BBB+/ Fitch Chile: BBB

Fuente: CMF - Prospecto Bono - Eikon-Refinitiv

4.2. VALOR ECONÓMICO DEL PATRIMONIO

Durante el periodo de análisis (2017-mar2023) no existen cambios en el número de acciones de la compañía, por lo que el valor económico del patrimonio está determinado totalmente por la evolución del precio de la acción. En la Tabla 18 puede observarse que entre 2017 y 2021 el valor económico del patrimonio cayó en un 68%, desde el máximo valor del periodo, MUF 13.396, hasta el mínimo valor de MUF 4.219. Esto, en el contexto de la importante contracción económica producto de la pandemia.

Este valor ha mostrado una recuperación desde 2022, llegando a los MUF 6.543 al 31/03/2023, pero aun por debajo del valor promedio de los últimos 6 años, MUF 8.000.

En la Fig. 13 se observa un movimiento del precio de la acción en línea con el movimiento de mercado, aunque con un mayor rezago en el repunte del precio de la acción.

Tabla 18 Valor Económico del Patrimonio (miles de UF)

Valor Ec. Patrimonio	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Número de Acciones (miles)	576.173	576.173	576.173	576.173	576.173	576.173	576.173
Precio Acción (\$)	623	528	360	324	227	334	404
Valor Económico Pat. (MM\$)	358.979	304.467	207.457	186.640	130.762	192.522	232.774
UF	26.798	27.566	28.310	29.070	30.992	35.111	35.575
Valor Económico Pat. (MUF)	13.396	11.045	7.328	6.420	4.219	5.483	6.543

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

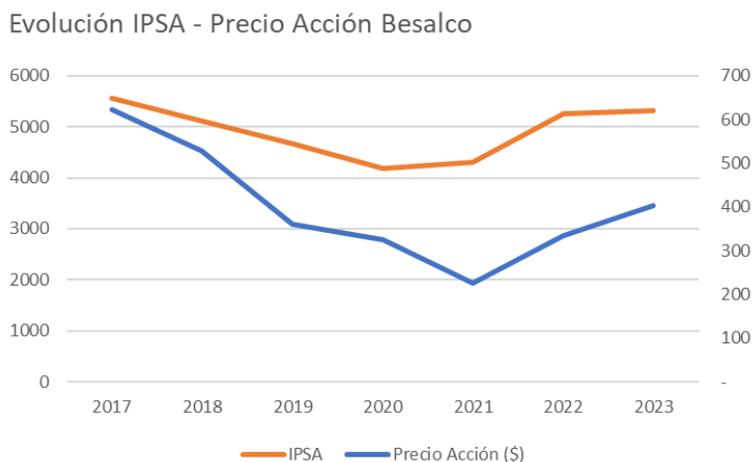


Fig. 13 Evolución IPSA - Precio de la acción

4.3. VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA

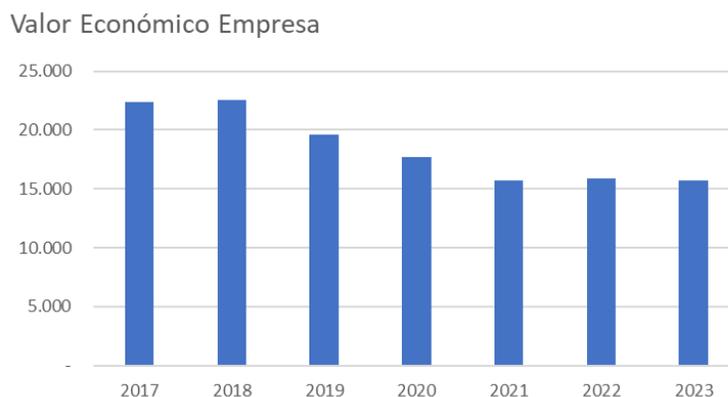
Suponiendo que el valor de la deuda financiera equivale al valor de mercado de la deuda de la empresa (B), y utilizando el Valor Económico del Patrimonio (P) obtenido en la sección anterior, se estima el valor económico de la empresa ($V=B+P$) y la estructura de capital (B/P) para cada periodo.

Tabla 19 Valor Económica de la Empresa (miles de UF)

MUF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Económico Patrimonio	13.396	11.045	7.328	6.420	4.219	5.483	6.543
Deuda Financiera	8.963	11.488	12.260	11.321	11.501	10.373	9.217
Valor Económico Empresa	22.359	22.533	19.588	17.741	15.720	15.856	15.760
var %		0,8%	-13,1%	-9,4%	-11,4%	0,9%	-0,6%
B/V	0,40	0,51	0,63	0,64	0,73	0,65	0,58
P/V	0,60	0,49	0,37	0,36	0,27	0,35	0,42
B/P	0,67	1,04	1,67	1,76	2,73	1,89	1,41

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Como se puede observar en la Tabla 19, el mayor valor de la empresa se alcanzó en 2018, donde si bien existe una disminución en el valor económico del patrimonio, este se ve compensado por el aumento de la deuda financiera (producto de la emisión de un bono). El menor valor económico se observa en el año 2021, y está principalmente determinado por la disminución del valor económico del patrimonio, año donde alcanza el menor valor del periodo considerado. Dicho año también coincide con el mayor valor para el ratio deuda/patrimonio (B/P), de 2,73.



Fuente: Elaboración Propia

Fig. 14 Evolutivo Valor Económico de la Empresa

4.4. ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

En la Tabla 21 se resumen distintas medidas estadísticas de la estructura de capital (B/P) de la empresa, con el fin de comparar y definir el valor objetivo de dicho indicador. Se presentan el promedio y la mediana para los dos últimos años (2021 – mar2023) y para el periodo completo analizado (2017-mar 2023).

El considerar solo los dos últimos periodos para la estimación de la estructura de capital objetivo puede verse sesgado por la presencia del valor máximo de la muestra en el año 2021, el cual está influido fuertemente por las condiciones postpandemia y la caída en el valor económico de la compañía.

Tabla 20 Evolución Histórica de la Estructura de Capital

MUF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
B/V	0,40	0,51	0,63	0,64	0,73	0,65	0,58
P/V	0,60	0,49	0,37	0,36	0,27	0,35	0,42
B/P	0,67	1,04	1,67	1,76	2,73	1,89	1,41
var %		55,4%	60,9%	5,4%	54,6%	-30,6%	-25,5%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Tabla 21 Estructura de Capital Objetivo

%	2017-2023				2021-2023			
	Promedio	Mediana	Max.	Min.	Promedio	Mediana	Max.	Min.
B/V	0,59	0,63	0,73	0,40	0,66	0,65	0,73	0,58
P/V	0,41	0,37	0,60	0,27	0,34	0,35	0,42	0,27
B/P	1,45	1,67	2,73	0,67	1,91	1,89	2,73	1,41

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

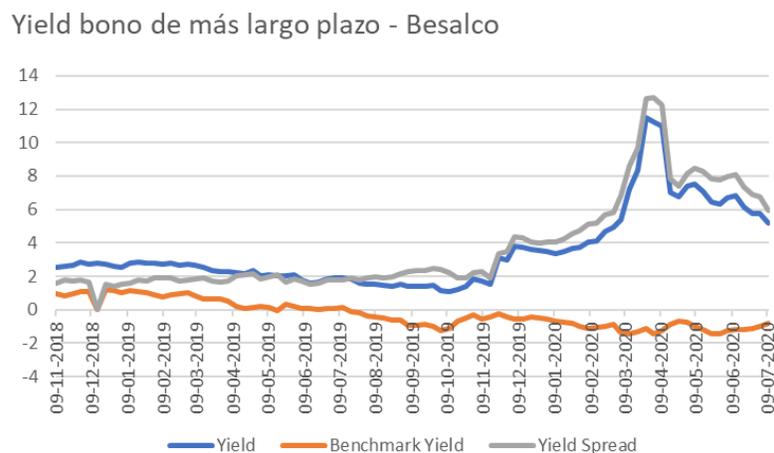
Debido a lo anterior, se utilizará como estructura de capital objetivo (B/P*) el promedio del periodo más amplio de la muestra, el cual resulta en un ratio deuda/patrimonio de 1,45 (con proporciones de deuda y patrimonio de B/V = 0,59 y P/V = 0,41, respectivamente). En el caso de los últimos dos periodos de la muestra (2021-mar 2023) este valor es 1,91, el cual resulta más alto que el objetivo debido principalmente a la trayectoria descendente del valor económico del patrimonio en los últimos años. Este último valor ha mostrado signos de recuperación respecto al mínimo alcanzado en 2021, y con una tendencia al alza.

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

5.1. COSTO DE LA DEUDA

Para estimar el costo de la deuda se observó la *yield to maturity* del bono de más largo plazo de la compañía (emitido en 2018). El último valor observado para este dato fue de 5,17% al 10 de julio de 2020, y posteriormente no se cuenta con observaciones más recientes. El problema que surge de esto es que no solo corresponde a una fecha lejana respecto a la fecha en la que se realiza la valoración (31/03/2023), sino que también resulta una fecha problemática debido a las complejas condiciones económicas que se presentaban en 2020 como consecuencia de la pandemia mundial por COVID-19. Esto sesga de alguna forma el valor del costo de la deuda de la compañía, más aún si se considera el carácter altamente cíclico del negocio de esta.

En el siguiente gráfico es posible observar que, a julio de 2020, si bien la *yield* del bono había disminuido desde su valor más alto observado en marzo de ese año, aún se encontraba muy por sobre los valores de 2019, y con una tendencia a la baja. Además, dada la disminución en las tasas del benchmark de referencia (bono del gobierno a 2 años), el spread de la deuda resulta notoriamente alto respecto al periodo previo a 2020. El spread promedio del año 2020 es de 7,31%, mientras que el de 2019 es de 2,15%. El promedio 2019-2020 es de 3,77% el cual resulta probablemente un valor más ajustado.



Fuente: Eikon-Refinitiv

Fig. 15 Yield bono de Largo Plazo

Dado lo anterior, se decide contrastar este valor, y utilizar como costo de la deuda de la compañía, la tasa de interés promedio de los préstamos bancarios de más largo plazo en UF, vigentes a la fecha de valoración. Este dato fue obtenido de las notas a los estados financieros de la empresa al 31/03/2023. En la Tabla 22 se muestra el resumen de las operaciones consideradas en la estimación. Se calculó una tasa promedio para las operaciones bancarias en UF de largo plazo de 4,91%, la cual se considera en adelante como costo de la deuda (K_b).

Tabla 22 Préstamos Bancarios en UF

Operación	Monto (MUF)	Fecha Vencimiento	Tasa
Op1	242	02-07-2031	5,00%
Op2	88	02-07-2031	4,67%
Total/Prom	330	02-07-2031	4,91%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Tomando el supuesto de costo de la deuda y considerando una tasa libre de riesgo a la fecha de valoración de 1,70%, se obtiene un spread de deuda de 3,21%, el cual resulta similar al spread promedio obtenido para el bono de Besalco durante el periodo prepandemia y pandemia, 2019-2020 (3,77%).

Adicionalmente, como ejercicio comparativo, se contrastó el supuesto de costo de la deuda (4,91%) considerando el valor equivalente en un bono de una empresa comparable. Como empresa comparable más representativa se considera a Salfacorp S.A., que mantiene, en general, niveles de ingresos operacionales y de riesgo similares a Besalco.

Al 10 de julio de 2020, la *yield* del bono de Besalco fue de 5,170%, mientras que en el caso de Salfacorp S.A. fue de 7,629%. Si se asume que el diferencial entre ambas tasas de mercado (2,46%) se mantiene constante en el tiempo, es posible estimar un costo de la deuda "ficticio" comparable para Besalco.

Al considerar la *yield* del bono de Salfacorp S.A a la fecha de valoración (31/03/2023) de 7,02%, y restar el diferencial de tasas obtenido previamente (2,46%), se estima una tasa de mercado para Besalco de 4,56%, la cual resulta similar al supuesto de costo de deuda finalmente utilizado (4,91%).

5.2. BETA DE LA DEUDA

Considerando el costo de la deuda estimado en la sección anterior, $K_b = 4,91\%$, es posible calcular el beta de la deuda utilizando la fórmula de CAPM:

$$K_b = R_f + \beta_{Deuda} * PRM$$

Donde R_f corresponde a la tasa libre de riesgo y PRM corresponde al premio por riesgo de mercado, en este caso, de Chile.

Para la tasa libre de riesgo se utiliza como proxy la tasa de interés de un Bono del Banco Central de Chile a 30 años (BCU-30), la que a la fecha de valoración corresponde a 1,70%.

En el caso del PRM se utiliza el *Equity Risk Premium* estimado por Damodaran, más cercano a la fecha de valoración. El dato corresponde a la actualización de enero de 2023 y tiene un valor de 7,40%.

Reemplazando los valores en la ecuación se tiene:

$$4,91\% = 1,70\% + \beta_{Deuda} * 7,40\%$$

Luego, despejando el beta de la deuda de la ecuación se obtiene:

$$\beta_{Deuda} = 0,43$$

5.3. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL

Considerando la fecha valoración al 31/03/2023, se estima el beta del patrimonio utilizando el modelo CAPM de mercado según la siguiente ecuación:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon$$

Donde: R_{it} corresponde al retorno de la acción de la empresa, α es el intercepto de la ecuación, β corresponde al beta del patrimonio (sensibilidad ante los retornos de mercado). R_{mt} es el retorno de mercado y ε corresponde al término de error.

La estimación se realiza por mínimos cuadrados ordinarios, utilizando datos semanales, y considerando una ventana de tiempo de 2 años desde la fecha de valoración. Para realizar la estimación se calculan los retornos semanales para el precio de la acción de Besalco, y en el caso del retorno de mercado se utilizan los retornos del índice general de precios de acciones IGPA (como proxy del portfolio de mercado).



Fig. 16 Retorno de la acción - Besalco

En las Fig. 16 y Fig. 17 es posible observar la evolución de los retornos en la ventana de tiempo de dos años más reciente a la fecha de valoración (abril 2021 – marzo 2023). Es posible notar la fuerte disminución en el retorno de mercado en mayo de 2021, lo que se dio en el contexto de la elección de consejeros constitucionales en Chile.

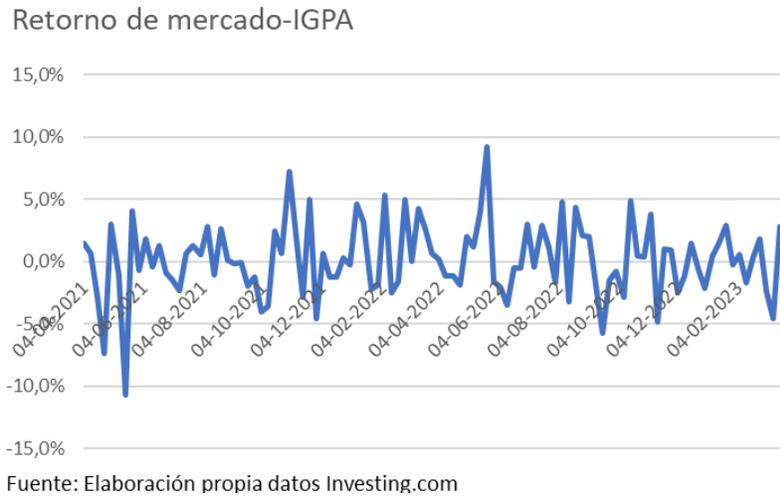


Fig. 17 Retorno de mercado - IGPA

Para efectos de comparación se estiman además los betas al 31 de marzo de cada uno de los 4 periodos anteriores a marzo 2023, considerando la ventana de tiempo de dos años para los datos de estimación.

En el siguiente cuadro se resumen los resultados obtenidos en las estimaciones. El menor beta se observa durante el bienio previo a la pandemia (marzo 2020), y el mayor valor se observa en el bienio a marzo 2019. Uno de los aspectos a destacar es la marcada tendencia a la baja en la presencia bursátil de la acción, razón por la cual será necesario evaluar el considerar un premio por iliquidez en el costo patrimonial de la compañía.

No obstante el efecto anterior, la estimación del beta es estadísticamente significativa al 1% en todos los periodos, incluido el último, que coincide con el menor valor para la presencia bursátil de la acción (40%)

Tabla 23 Beta Patrimonial

periodo	mar-19	mar-20	mar-21	mar-22	mar-23
beta	2,16	0,89	1,01	1,22	1,14
p-value	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
n° observaciones	105	105	104	104	104
R2	0,33	0,44	0,43	0,38	0,28
Presencia Bursátil	91%	74%	69%	64%	40%

Fuente: Elaboración propia

De la Tabla 23 se obtiene un beta del patrimonio para la fecha de valoración (marzo 2023) de 1,14%. Este valor corresponde al beta patrimonial con deuda, a partir del cual es posible obtener el beta patrimonial sin deuda (o beta des apalancado)

5.4. BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA

Para obtener el beta patrimonial sin deuda es necesario des apalancar el beta de 1,14 obtenido en la sección anterior. Para esto se utiliza la fórmula de Rubinstein:

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

Donde $\beta_p^{c/d}$ y $\beta_p^{s/d}$ corresponden al beta patrimonial con y sin deuda, respectivamente, t_c corresponde a la tasa de impuestos, y B/P corresponde a la estructura de capital de la empresa.

En el caso de B/P se utiliza la estructura de capital promedio que la empresa mantuvo durante el periodo de estimación del beta patrimonial, es decir, la correspondiente a los 2 últimos años desde la fecha de valoración. Esta fue obtenida en la sección de estructura de capital y corresponde a 1,91. Como tasa impositiva se utiliza el promedio de la tasa de impuestos corporativos de Chile durante el mismo periodo de dos años anteriormente mencionado, en este caso este valor corresponde a 27%.

Reemplazando los valores en la ecuación se tiene:

$$1,14\% = \beta_p^{s/d} * (1 + (1 - 27\%) * (1,91)) - 0,43 * (1 - 27\%) * 1,91$$

Despejando el beta sin deuda de la ecuación se obtiene:

$$\beta_p^{s/d} = 0,73$$

5.5. BETA PATRIMONIAL CON ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

Con el beta sin deuda estimado en la sección anterior es posible obtener el beta del patrimonio con estructura de capital objetivo. Para ello se utiliza nuevamente la fórmula de Rubinstein, pero esta vez utilizando el beta sin deuda de 0,73 y la estructura de capital

objetivo de la compañía (B/P^*). Este último valor fue estimado en la sección de estructura de capital y corresponde a 1,45. Para la tasa impositiva se utiliza la tasa de impuesto corporativa chilena de largo plazo de 27%, y para el beta de la deuda se utiliza el valor previamente calculado de 0,43.

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

Reemplazando los valores en la ecuación se tiene:

$$\beta_p^{c/d} = 0,73 * (1 + (1 - 27\%) * 1,45) - 0,43 * (1 - 27\%) * 1,45$$

Con ello se obtiene el beta del patrimonio con estructura de capital de largo plazo:

$$\beta_p^{c/d} = 1,04$$

5.6. COSTO PATRIMONIAL

Para obtener el costo patrimonial (K_p) se usa la fórmula de CAPM, utilizando el beta del patrimonio obtenido en la sección anterior, y añadiendo un premio por iliquidez dada la baja presencia bursátil observada durante el periodo de estimación del beta. Para este premio por iliquidez se considera el estimado para Chile por Amihud et al. (2015) y es de 2,16%. Con esto la ecuación de estimación para el costo patrimonial (K_p) queda definida como:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM + \text{premio por iliquidez}$$

Para la tasa libre de riesgo se utiliza como proxy la tasa de un Bono del Banco Central de Chile a 30 años (BCU-30), la cual a la fecha de valoración corresponde a 1,70%.

En el caso del PRM se utiliza el *Equity Risk Premium* más cercano a la fecha de valoración, estimado por Damodaran. El dato corresponde a la actualización de enero de 2023 y tiene un valor de 7,40%

Reemplazando los valores en la ecuación se tiene:

$$K_p = 1,70\% + 1,04 * 7,40\% + 2,16\%$$

Con esto se obtiene un costo patrimonial de:

$$K_p = 11,58\%$$

5.7. COSTO DE CAPITAL

A partir de los datos obtenidos para el costo de la deuda (K_b) y el costo del patrimonio (K_p) es posible estimar el costo de capital (K_0) de la compañía mediante la siguiente fórmula del WACC:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

Donde la tasa impositiva t_c es la misma ya utilizada anteriormente para estimar el costo patrimonial, 27%, y las relaciones P/V y B/V corresponden a las proporciones de patrimonio y deuda implícitas en la estructura de capital objetivo de la compañía, las cuales se encuentran resumidas en el cuadro siguiente:

Tabla 24 Estructura de Capital

%	2017-2023
	Promedio
B/V	0,59
P/V	0,41
B/P	1,45

Fuente: Elaboración propia

Reemplazando los valores anteriores en la ecuación se tiene

$$K_0 = 9,60\% * 0,41 + 4,91 * (1 - 27\%) * 0,59$$

Con lo que se obtiene el costo de capital de la compañía:

$$K_0 = 6,84\%$$

Dado que en la sección anterior se consideró un premio por iliquidez en la estimación del costo patrimonial, para efectos de sensibilización de la variable, a continuación, se presenta también la estimación del costo de patrimonio y costo de capital para la empresa, sin considerar dicho premio por iliquidez.

$$K_p^* = 9,42\%$$

$$K_0^* = 5,96\%$$

6. ANALISIS DEL NEGOCIO

6.1. ANALISIS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA

A continuación, se realiza un análisis de la evolución de los ingresos de la compañía para el período 2018 a mar-2023, desglosado por segmento de negocio. Se presentan como proporción de distribución sobre los ingresos totales y como porcentaje de variación con respecto al período anterior, permitiendo así tener una visión de la estructura de ingresos.

Como se puede observar en la Tabla 25, al considerar el promedio desde 2018, el segmento Obras Civiles representa un 50% del total de ingresos, luego le sigue el segmento Maquinaria con un 24%, Inmobiliario con 18% y Proyectos de Inversión con un 7% de los ingresos de la compañía.

Tabla 25 Distribución de Ingresos por Segmento

%	2018	2019	2020	2021	2022	mar-22	mar-23	Promedio
Obras Civiles	51%	46%	41%	48%	53%	60%	53%	50%
Inmobiliario	20%	21%	19%	24%	19%	13%	12%	18%
Inversión	4%	4%	10%	6%	8%	7%	9%	7%
Maquinaria	25%	29%	30%	22%	20%	20%	26%	24%
Total	100%							

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

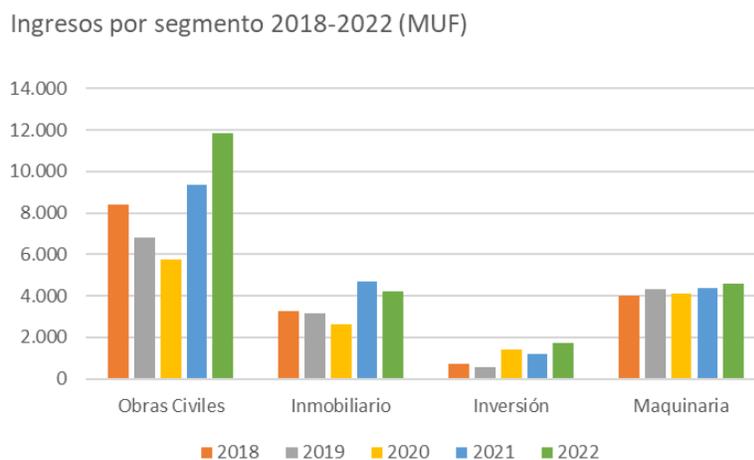
Este orden de importancia relativa entre los segmentos se mantiene estable a lo largo de los periodos observados, siendo el año 2021 el único periodo donde se observa una proporción mayor del segmento Inmobiliario, producto de la alta tasa de crecimiento que el segmento tuvo durante ese año, y que lo ubicó segundo por sobre el segmento Maquinaria. Se observa además un aumento en la participación del segmento Inversión entre 2018 y 2022 y una caída en la participación de Segmento Maquinaria en igual periodo.

Tabla 26 Ingresos por Segmento – miles de UF

MUF	2018	2019	2020	2021	2022	mar-22	mar-23
Obras Civiles	8.415	6.812	5.770	9.332	11.826	3.140	2.587
Inmobiliario	3.244	3.136	2.610	4.700	4.205	668	610
Inversión	700	557	1.409	1.183	1.756	391	437
Maquinaria	4.027	4.313	4.119	4.378	4.567	1.040	1.247
Total	16.386	14.817	13.909	19.594	22.353	5.238	4.881
% var	5%	-10%	-6%	41%	14%		-7%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

En la Tabla 27 se resumen los porcentajes de crecimiento en ingresos. A nivel general, el crecimiento promedio de los ingresos ha sido de 6% (en términos reales) en los últimos 6 periodos, con una caída importante en los años 2019-2020 y con un repunte significativo en el periodo 2021-2022. A marzo 2023 se observa nuevamente una disminución de 7% en el nivel de ingresos respecto a igual periodo del año anterior.



Fuente: Análisis Razonado EEFF

Fig. 18 Ingresos por Segmento evolutivo 2018-2022

De los tres segmentos de negocio más relevantes, el segmento Maquinaria es el que se ve afectado en menor proporción por el deterioro macroeconómico producto de la pandemia, con una caída de solo 4% en 2020, siendo el segmento más estable en términos de crecimiento en ingresos. Esto se produce en parte por la naturaleza de sus contratos, con duraciones promedio más largas que los contratos del segmento de obras civiles, lo que proporciona un mayor grado de estabilización en la actividad de la compañía.

Tabla 27 Crecimiento en Ingresos por Segmento

%	2018	2019	2020	2021	2022	mar-22	mar-23	Promedio
Obras Civiles	-6%	-19%	-15%	62%	27%		-18%	5%
Inmobiliario	-2%	-3%	-17%	80%	-11%		-9%	7%
Inversión	16%	-20%	153%	-16%	48%		12%	32%
Maquinaria	46%	7%	-4%	6%	4%		20%	13%
Total	5%	-10%	-6%	41%	14%		-7%	6%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

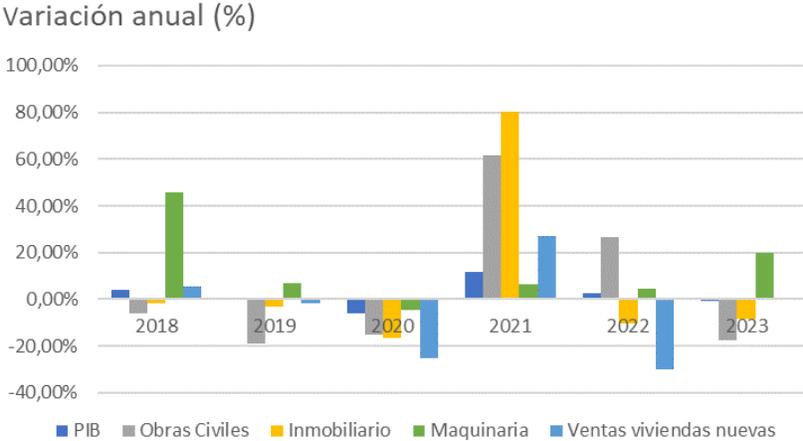
Considerando los tres segmentos de negocio más relevantes, Maquinaria es el que muestra la mayor tasa de crecimiento promedio del periodo (2018-2023) con 13%, seguido de Inmobiliario con un 7% y Obras Civiles con un 5%. Proyectos de inversión es el segmento

que muestra la mayor tasa de crecimiento promedio, con un 32%, pero corresponde a un segmento emergente que representa solo un 7% de los ingresos de la compañía.

A nivel general, los segmento inmobiliario y obras civiles han sido los más afectados por el ciclo económico, lo cual es coherente con el comportamiento general de la industria de la construcción. De igual manera, son los segmentos que mostraron un mayor repunte en términos de ingresos en el año 2021 (al año de mayor crecimiento en el PIB dentro del periodo de análisis). En el caso del segmento Inmobiliario, el año 2021 representa el único periodo de crecimiento dentro de la muestra, manteniendo tasas de crecimiento negativas en todos los demás periodos. En el caso de Obras civiles, mantiene tasas positivas en el periodo 2021-2022 y negativas en todos los demás años.

En el último periodo (2023) se observa nuevamente una caída en los ingresos de la compañía, con una disminución de 7% respecto al año anterior, siendo obras Civiles e Inmobiliario los segmentos más afectados, con un 18% y 9% de menor venta, respectivamente. Por otro lado, los segmentos Maquinaria y Proyectos de Inversión muestran crecimiento en sus niveles de ingresos para 2023, con un 20% y 12% de aumento, respectivamente.

En la Fig. 19 se muestran las variaciones anuales de los segmentos de negocio, junto al crecimiento del PIB y la venta de viviendas nuevas en Chile. Es posible observar la relación entre los segmentos Obras Civiles e Inmobiliario y el crecimiento del PIB. A su vez, puede notarse el impacto negativo en el segmento inmobiliario el año 2022 producto del histórico indicador a la baja en el crecimiento de venta de viviendas nuevas a nivel nacional.



Fuente: Banco Central de Chile

Fig. 19 Variación anual PIB - Venta por Segmento

6.2. ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES

En la Tabla 28 es posible notar el fuerte aumento en el resultado operacional de la empresa durante el año 2022. Esto se produjo por un buen desempeño en todos los segmentos de negocio, lo que provocó un aumento en los ingresos operacionales proporcionalmente mayor al aumento en los costos operacionales.

Tabla 28 Evolución Costos y Gastos Operacionales (miles de UF)

Total Empresa (MUF)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos	16.386	14.817	13.909	19.594	22.353	4.881
Costo por Venta	-13.821	-11.946	-11.118	-16.571	-17.844	-3.846
Depreciación y Amortización	-854	-1.063	-1.022	-1.078	-1.063	-291
Gastos de Administración	-653	-685	-517	-728	-863	-165
Resultado Operacional	1.058	1.124	1.251	1.218	2.583	579

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

En la Tabla 29 se muestra la información anterior como porcentaje respecto a los ingresos operacionales. En términos porcentuales se advierte una disminución en el costo de venta entre los años 2018 y 2022, pero con un aumento en el año 2021 (junto al fuerte incremento de ingresos de dicho año). Este efecto en los costos durante 2021 está explicado de forma importante por el alza en el costo de insumos, producido por las restricciones generales en la cadena de abastecimiento de las empresas (efecto postpandemia). Posterior a 2021 se vuelve a observar un porcentaje de costo de venta similar al del año 2020 (en torno a 80%).

A nivel general, el costo de venta representa en promedio un 81% de los ingresos de la compañía y parece existir una estabilización en torno a ese valor. La depreciación y amortización se mueve con cierta independencia de los ingresos y representa en torno a 6% en promedio. En el caso de los gastos de administración y venta representan en promedio un 4% de los ingresos operacionales.

Tabla 29 Distribución de Costos y Gastos Operacionales

Total Empresa (%)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	Prom
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo por Venta	-84%	-81%	-80%	-85%	-80%	-79%	-81%
Depreciación y Amortización	-5%	-7%	-7%	-5%	-5%	-6%	-6%
Gastos de Administración	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-3%	-4%
Margen Operacional	6%	8%	9%	6%	12%	12%	9%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Para el segmento de Obras Civiles (Tabla 30) el costo de venta representa una mayor proporción de los ingresos que en el resto de los segmentos, con un promedio de 92%. Se observa un aumento porcentual entre 2018 y 2021, para luego tener una disminución importante en 2022, que se produce a pesar de la persistencia en ese año de sobrecostos e ineficiencias producto de la pandemia (declarado por la empresa). Esto podría indicar un potencial de mejora en los márgenes brutos del segmento de cara a los próximos periodos, y con ello una eventual mejora en los márgenes operacionales de la empresa.

La depreciación y amortización representan solamente entre 1% y 3% de los ingresos del segmento, lo que está en línea con la naturaleza del negocio. Los gastos de administración representan en promedio un 5%, con una caída porcentual a partir de 2021 debido esencialmente al aumento en ingresos del negocio.

Tabla 30 Distribución de Costos y Gastos Operacionales - Segmento Obras Civiles

Seg Obras Civiles (%)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	Prom
Ingresos	8.415	6.812	5.770	9.332	11.826	2.587	
Costo por Venta	-94%	-94%	-96%	-96%	-86%	-86%	-92%
Depreciación y Amortización	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-3%	-1%
Gastos de Administración	-5%	-6%	-6%	-4%	-4%	-4%	-5%
Margen Operacional	1%	-1%	-2%	-1%	8%	7%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

En el caso del segmento Inmobiliario (Tabla 31) el costo de venta representa en promedio un 82% de los ingresos del segmento, aunque con una tendencia al alza desde el año 2018. A marzo 2023 se ubica en su mayor nivel, con un 86%.

La depreciación y amortización no representa más de un 1% de los ingresos del segmento, concordante con la naturaleza del negocio. En el caso de los Gastos de Administración representan entre un 4% a 6%, con un promedio de 5%.

Tabla 31 Distribución de Costos y Gastos Operacionales - Segmento Inmobiliario

Seg. Inmobiliario (%)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	Prom
Ingresos	3.244	3.136	2.610	4.700	4.205	610	
Costo por Venta	-76%	-79%	-82%	-84%	-82%	-86%	-82%
Depreciación y Amortización	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Gastos de Administración	-5%	-6%	-4%	-4%	-5%	-5%	-5%
Margen Operacional	18%	14%	13%	11%	12%	7%	13%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

El segmento de proyectos de inversión (Tabla 32) tiene la menor proporción de costo de venta de todos los segmentos, con un promedio de 63%, pero acompañado de una mayor proporción de Depreciación y amortización, en línea con la naturaleza del negocio de generación eléctrico (alta inversión y desgaste de maquinaria y equipos). Los gastos de administración representan en promedio un 6% y no se observa una tendencia significativa en ellos.

Tabla 32 Distribución Costos y Gastos Operacionales - Segmento Proyectos de Inversión

Seg Proyectos Inversión (%)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	Prom
Ingresos	700	557	1.409	1.183	1.756	437	
Costo por Venta	-69%	-44%	-61%	-65%	-69%	-69%	-63%
Depreciación y Amortización	-14%	-18%	-8%	-11%	-7%	-7%	-11%
Gastos de Administración	-6%	-6%	-3%	-8%	-7%	-4%	-6%
Margen Operacional	11%	32%	28%	17%	17%	20%	21%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

En el caso del segmento Maquinarias, se observa una menor proporción del costo de venta que en el caso de Obras Civiles e Inmobiliario, con un 66% en promedio. Si bien se observa una disminución importante entre 2018-2020, en 2021 se observa un alza (coherente con el alza generalizada en el costo de materias primas) pero manteniéndose los siguientes periodos en torno al valor observado en 2020.

La depreciación y amortización representan una mayor proporción que en el resto de los segmentos, con un 18% en promedio, lo que está en línea con la naturaleza del negocio (servicios de maquinaria y equipos). En el caso de los gastos de administración y venta, no representan más de un 1% de los ingresos del segmento.

Tabla 33 Distribución Costos y Gastos Operacionales - Segmento Maquinaria

Seg. Maquinaria (%)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	Prom
Ingresos	4.027	4.313	4.119	4.378	4.567	1.247	
Costo por Venta	-74%	-66%	-63%	-67%	-64%	-63%	-66%
Depreciación y Amortización	-17%	-21%	-20%	-19%	-16%	-15%	-18%
Gastos de Administración	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Margen Operacional	8%	12%	15%	13%	19%	21%	15%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

6.3. ANÁLISIS DEL RESULTADO NO OPERACIONAL DE LA EMPRESA

La evolución del resultado no operacional de los últimos años se resume en los siguientes cuadros, en miles de UF, y en términos porcentuales con respecto a los ingresos operacionales de la compañía.

Tabla 34 Resultado No Operacional (miles de UF)

Resultado No Operacional (MUF)	2018	2019	2020	2021	2022	prom.
Otras ganancias (pérdidas)	206	111	55	178	-25	105
Ingresos financieros	119	18	62	39	75	63
Costos financieros	-418	-447	-383	-372	-577	-440
Participación en asociadas	68	92	59	47	134	80
Diferencias de cambio	1	-41	-212	-20	23	-50
Resultados por unidades de reajuste	-60	-68	-75	-169	-301	-134
Resultado no operacional	-84	-335	-495	-296	-670	-376

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

A nivel general, la cuenta más relevante es la de Costos Financieros, que representa en promedio un -2,6% de los ingresos operacionales. Además, se observa una disminución porcentual en términos absolutos en esta cuenta en el año 2021, debido principalmente a la fuerte alza en los ingresos operacionales de ese año.

Las demás cuentas representan en promedio entre un -0,3% y un 0,7% de los ingresos operacionales. A nivel total el resultado no operacional fluctúa entre -0,5% y -3,6% durante el periodo, con un promedio de -2,2%, manteniéndose negativo en todos los periodos.

Tabla 35 Resultado No Operacional - % sobre Ingresos Operacionales

Resultado No Operacional (%)	2018	2019	2020	2021	2022	prom
Otras ganancias (pérdidas)	1,3%	0,7%	0,4%	0,9%	-0,1%	0,6%
Ingresos financieros	0,7%	0,1%	0,4%	0,2%	0,3%	0,4%
Costos financieros	-2,6%	-3,0%	-2,8%	-1,9%	-2,6%	-2,6%
Participación en asociadas	0,4%	0,6%	0,4%	0,2%	0,6%	0,5%
Diferencias de cambio	0,0%	-0,3%	-1,5%	-0,1%	0,1%	-0,4%
Resultados por unidades de reajuste	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,9%	-1,3%	-0,7%
Resultado no operacional	-0,5%	-2,3%	-3,6%	-1,5%	-3,0%	-2,2%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

A continuación, se realiza una breve descripción de las cuentas involucradas:

Otras ganancias (pérdidas): Corresponde a la ganancia o pérdida por venta de activos no corrientes, incluyendo maquinarias e inversiones de cualquier tipo, además de registros contables por provisiones (ej. Incobrables). Es de carácter recurrente, compuesta esencialmente de dos cuentas, ambas de carácter recurrente.

Tabla 36 Resultado No Operacional - Otras Ganancias

Otras Ganancias/(Pérdidas) (MUF)	2019	2020	2021	2022	mar-23
Utilidad (Pérdida) en Vta de Activos No Corrientes	138	190	167	161	34
Otras Ganancias/(Pérdidas)	-27	-135	11	-186	2
Total	111	55	178	-25	36

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Ingresos Financieros: Corresponde a ingresos provenientes de la mantención de inversiones de corto plazo en la banca (depósitos a plazo y/o fondos mutuos). Es de carácter recurrente.

Costos Financieros: Corresponde a los intereses pagados por la empresa a los acreedores financieros (banca y bonistas) en función de la deuda financiera que posea cualquiera de sus filiales. Las subcuentas más relevantes corresponden por lo general a préstamos bancarios y leasing financiero.

Tabla 37 Resultado No Operacional - Costos Financieros

Costos Financieros (MUF)	2019	2020	2021	2022	mar-23
Intereses por Préstamos Bancarios	-168	-121	-200	-282	-99
Intereses por Obligaciones con el Público (Bonos)	-110	-96	-72	-61	-11
Intereses por Leasing Financiero	-139	-98	-75	-166	-63
Intereses por Otros Instrumentos Financieros	-30	-68	-26	-68	-13
Total	-447	-383	-372	-577	-187

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Participación en Ganancias de Asociadas y Negocios Conjuntos: Esta cuenta depende del resultado de las filiales que poseen menos de un 50% de participación por parte de Besalco. Representa en promedio un 0,3% de los ingresos de la compañía. Se considera recurrente

y de carácter operacional, ya que el resultado deriva de inversiones en filiales relacionadas al giro de la compañía (principalmente construcción). Esto último es relevante y será considerado como tal para efectos de la estimación del flujo de caja.

Diferencia de Cambio: Corresponde a los registros producto de la transformación a una sola moneda, en un contexto donde la empresa posee filiales en Perú y Colombia, además de que algunas de sus empresas relacionadas tienen como moneda funcional el dólar. La cuenta representa en promedio un 0,3% de la venta y es de carácter recurrente.

Resultado por Unidades de Ajuste: Corresponde a los registros producto de la actualización al IPC de cada año, de tal manera de mantener el poder adquisitivo de los registros durante el año. Representa un promedio de -0,7% de los ingresos, con un alza importante en 2022 producto de la mayor inflación observada en ese periodo. La cuenta es de carácter recurrente.

6.4. ANÁLISIS DE MÁRGENES DE LA EMPRESA

A nivel total, la compañía muestra (Tabla 38) un margen bruto y operacional creciente entre 2018 y 2022, exceptuando la caída en el año 2021. En 2022 se alcanza el mayor nivel del periodo de análisis en casi todos los indicadores (exceptuando margen EBITDA): en particular se observa una mejora importante en el margen operacional entre 2021 y 2022, con un aumento de 6,2% a 11,6%, y un aumento en el margen neto, de 3,2% a 5,9%, lo que es explicado por el buen desempeño de todos los segmentos de negocio ese año. A marzo 2023 se observa una disminución en los indicadores con respecto a 2022 (exceptuando margen operacional, que aumenta levemente), aunque todos se mantienen por sobre sus valores promedio (2018-mar2023).

Tabla 38 Indicadores Financieros

Total Empresa (%)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	prom.
Margen Bruto	10,4%	12,2%	12,7%	9,9%	15,4%	15,3%	12,7%
Margen Operacional	6,5%	7,6%	9,0%	6,2%	11,6%	11,9%	8,8%
Margen Neto	4,0%	3,4%	3,1%	3,2%	5,9%	4,4%	4,0%
ROA	4,2%	4,1%	4,6%	4,1%	8,8%	8,3%	5,7%
ROE	9,2%	7,1%	6,3%	8,8%	17,4%	11,8%	10,1%
Margen EBITDA	13,3%	16,1%	17,2%	12,9%	16,8%	18,1%	15,7%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

En los próximos cuadros se muestra la información a nivel de segmentos de negocio, donde se constata a nivel general el buen desempeño observado durante el año 2022.

El segmento Obras Civiles (Tabla 39) está caracterizado por una mejora importante en sus indicadores durante el año 2022. En particular el margen operacional, que pasó de un terreno negativo en los anteriores tres periodos, con un promedio de -1,3%, a un 7,7%. Esto puede evidenciar el espacio para mejoras en eficiencia a nivel empresa en los próximos periodos, en la medida que los resultados de los últimos años sean sostenibles.

El segmento Proyectos de Inversión exhibe los mayores indicadores entre todas las áreas de negocio, lo que evidencia su carácter de segmento emergente dentro de la compañía.

Tabla 39 Indicadores Financieros Segmentos Obras Civiles y Proyectos de Inversión

Seg. Obras Civiles	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	prom.
Margen Bruto	5,4%	5,7%	3,6%	3,4%	12,0%	11,2%	6,9%
Margen Operacional	0,8%	-0,6%	-2,3%	-0,9%	7,7%	7,0%	1,9%
Margen EBITDA	1,7%	0,1%	-1,5%	0,0%	9,3%	9,7%	3,2%
Seg. Inversión	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	prom.
Margen Bruto	16,9%	38,2%	31,2%	24,5%	23,6%	24,1%	26,4%
Margen Operacional	10,9%	32,1%	28,5%	16,8%	16,7%	20,3%	20,9%
Margen EBITDA	24,8%	50,2%	36,3%	27,7%	23,7%	28,5%	31,9%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Por otro lado, en el caso de segmento Inmobiliario (Tabla 40) se observa una tendencia a la baja en todos los indicadores, con la excepción del año 2022 donde se observa una mejora, aunque ubicándose aún por debajo de los valores promedio del periodo de análisis (2018-mar2023). El segmento Maquinarias está caracterizado por una tendencia creciente en la mayoría de los indicadores entre 2018 y 2022, solo con la excepción del año 2021.

Tabla 40 Indicadores Financieros Segmentos Inmobiliario y Maquinaria

Seg. Inmobiliario	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	prom.
Margen Bruto	23,5%	20,2%	17,2%	15,3%	17,0%	12,6%	17,6%
Margen Operacional	18,4%	14,2%	13,3%	11,2%	12,0%	7,4%	12,8%
Margen EBITDA	18,6%	14,8%	14,2%	11,9%	12,6%	8,5%	13,4%
Seg. Maquinaria	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	prom.
Margen Bruto	9,3%	13,4%	16,4%	14,1%	19,8%	21,8%	15,8%
Margen Operacional	8,0%	12,5%	15,5%	13,2%	19,0%	21,2%	14,9%
Margen EBITDA	24,7%	33,2%	35,9%	32,2%	34,9%	34,4%	32,5%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

6.5. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS

6.5.1. ACTIVOS OPERACIONALES Y NO OPERACIONALES

Se definieron como no operacionales aquellos activos cuya adquisición por parte de la empresa no tiene la finalidad de ser utilizada directamente en el giro del negocio. Bajo esta definición se realizó la categorización de los activos en la Tabla 41. Se destacan en gris aquellos activos considerados no operacionales:

Tabla 41 Categorización de Activos No Operacionales

Activos	mar-23	% sobre total	Categoría
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.178	8%	Operacional
Otros activos financieros corrientes	37	0%	No Operacional
Otros activos no financieros corrientes	94	0%	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	6.645	24%	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	1.033	4%	Operacional
Inventarios corrientes	4.877	17%	Operacional
Activos por impuestos corrientes, corrientes	832	3%	No Operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	134	0%	No Operacional
Activos corrientes totales	15.830	56%	
Activos no corrientes			
Otros activos financieros no corrientes	17	0%	No Operacional
Otros activos no financieros no corrientes	149	1%	Operacional
Cuentas por cobrar no corrientes	46	0%	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	468	2%	Operacional
Inventarios, no corrientes	245	1%	Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1.130	4%	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	623	2%	Operacional
Plusvalía	54	0%	Operacional
Propiedades, planta y equipo	8.041	29%	Operacional
Propiedad de inversión	84	0%	Operacional
Activos por impuestos diferidos	1.373	5%	No Operacional
Total de activos no corrientes	12.229	44%	
Total de activos	28.059	100%	

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Respecto a los activos no operacionales estos corresponden a:

Otros Activos Financieros (Corrientes y No Corrientes): Corresponde a operaciones de activos derivados y derechos fiduciarios, no teniendo una relación directa con el giro del negocio.

Activos por Impuestos (Corrientes y No Corrientes): Corresponde principalmente a Impuestos por cobrar a las entidades tributarias por concepto de compra a proveedores (Créditos por recuperar). Dado que no tiene estricta relación con el giro, ya que corresponde a una relación con un tercero (El Estado), se considera no operacional.

Activos no corrientes mantenidos para la venta: Corresponde principalmente a camiones mineros y vehículos de motor de la filial Besalco Maquinarias S.A., sobre los cuales existe un plan de venta. 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.

6.5.2. CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO

Para el cálculo del capital de trabajo operativo neto (CTON) se utilizan las cuentas de activos operacionales de corto plazo, de acuerdo con la categorización vista en la sección previa, y las cuentas de pasivos operacionales de corto plazo, en concordancia con la definición relativa a operacional. Esto se describe en la Tabla 42.

Tabla 42 Activos y Pasivos Operacionales - Corrientes

Activos Operacionales Corrientes	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.501	2.469	2.514	2.258	2.804
Otros activos no financieros corrientes	106	128	119	85	61
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	5.417	4.208	4.397	6.579	7.295
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	359	324	539	597	750
Inventarios corrientes	4.173	5.402	5.271	5.520	4.643
Total	11.557	12.531	12.840	15.040	15.553
Pasivos Operacionales Corrientes	2018	2019	2020	2021	2022
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	3.359	3.282	3.011	4.561	3.680
Otras provisiones a corto plazo	57	63	122	28	43
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	190	193	186	475	445
Otros pasivos no financieros corrientes	1.232	1.786	2.653	2.802	3.479
Total	4.838	5.323	5.973	7.866	7.648

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Como se puede observar en la Tabla 43, si bien parece existir una evolución a la baja en el RCTON en los últimos dos periodos, este efecto está fuertemente influenciado por la significativa alza en los ingresos observada en el año 2021. Una aproximación al RCTON de la compañía en el largo plazo podría consistir en el promedio del indicador en el periodo más amplio de tiempo (2018-2022), el cual resulta ser de 42% (152 días de venta).

Tabla 43 Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)

Capital de Trabajo Operativo	2018	2019	2020	2021	2022
CTON	6.719	7.208	6.868	7.174	7.905
Ingresos Operacionales	16.386	14.817	13.909	19.594	22.353
RCTON (CTON/Ingresos Operacionales)	41%	49%	49%	37%	35%
Días de ventas	148	175	178	132	127
RCTON promedio 2018-2022	42%				

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

6.5.3. INVERSIONES

Como se muestra en la Tabla 44, el nivel de inversiones como porcentaje de los ingresos operacionales presenta una tendencia decreciente en los últimos años, alcanzando el menor valor en 2022, con un 7% de los ingresos. El promedio 2018-2022 alcanza un 12%.

El nivel de inversión en términos de MUF también muestra una tendencia decreciente, alcanzando 1.642 MUF a 2022 (desde 2.738 MUF en 2018).

La evolución en estos indicadores parece estar en línea con la decisión de la empresa de ajustar su plan de inversiones a contar del 2020, producto de los efectos económicos de la pandemia y la mayor incertidumbre financiera. Dado esto, es esperable que una vez que los niveles de incertidumbre disminuyan en los próximos años, los niveles de inversión retornen a niveles más cercanos con el promedio observado durante el periodo, o cercanos a los observados durante los últimos periodos (2021-2022)

En términos de depreciación y amortización, esta representa en promedio un 54% del monto de inversión, por lo tanto, es posible advertir un nivel de inversión para crecimiento en la empresa (correspondiente al monto por sobre el nivel de depreciación-reposición).

Tabla 44 CAPEX

Inversiones (MUF)	2018	2019	2020	2021	2022
Adiciones a Propiedades, Planta y Equipos	2.737	2.158	1.274	1.888	1.642
Adiciones Activos Intangibles	1	31	188	18	18
Total Inversiones	2.738	2.189	1.462	1.907	1.660
Ingresos Operacionales	16.386	14.817	13.909	19.594	22.353
% inversiones sobre ingresos	17%	15%	11%	10%	7%
Depreciación y Amortización	-854	-1.063	-1.022	-1.078	-1.063
% Depreciación sobre Inversión	-31%	-49%	-70%	-57%	-64%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

6.6. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA.

6.6.1. SEGMENTO OBRAS CIVILES

El sector construcción en Chile tiene un alto componente de ciclo económico. Esto se puede observar en la Fig. 20 , donde se muestra la evolución de la variación anual entre el IMACEC e IMACON.

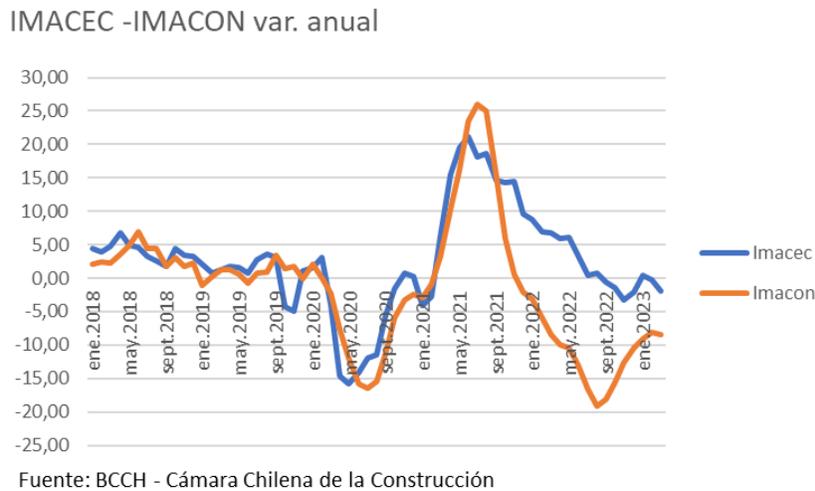


Fig. 20 Variación IMACEC - IMACON

Desde 2018 a mayo 2021 se observa un movimiento en línea entre ambos indicadores, pero a contar del segundo semestre de 2021 se observa un desacople entre el indicador general de la economía y el indicador de la construcción, evidenciando un mayor impacto negativo para el sector como consecuencia de la desaceleración económica postpandemia. Los factores que contribuyen a esta disminución son varios. Por un lado, el aumento en los costos de construcción ha tenido un impacto significativo en la rentabilidad de los contratos, y por ende en la cantidad de proyectos de inversión a ejecutarse. Además, la inflación se ha mostrado durante los últimos periodos como un fenómeno más persistente que lo originalmente presupuestado. Dado esto, es esperable que la inflación se mantenga por encima de la meta anual del 3% durante un período más prolongado, lo que afecta negativamente la situación del sector por sus efectos tanto en la oferta como la demanda.

Otro aspecto importante que destacar, dado el contexto económico, es la dificultad de las empresas en general (y de las constructoras en particular) para obtener financiamiento

bancario. Esto se debe a las mayores restricciones de liquidez presentes en la economía dado el fuerte aumento en las tasas de interés. Todo esto configura un escenario de aumento en la cantidad de inversiones que se dejan de realizar. Además, el cese del financiamiento de los fondos de emergencia transitorios Covid-19 para proyectos de infraestructura también ha contribuido a esta situación específica del sector.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución reciente en los ingresos del segmento obras civiles, junto con otros indicadores económicos. Si bien en el segmento se observa una mayor volatilidad en términos del crecimiento anual, la evolución exhibe un comportamiento tendencial similar al observado en los otros indicadores.

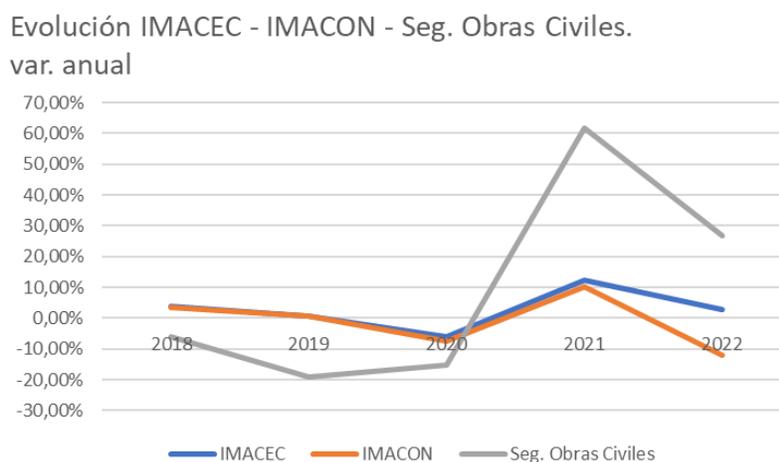


Fig. 21 Variación anual IMACEC - IMACON - Ingresos Segmento Obras Civiles

Tabla 45 Promedio variación anual - Indicadores

año	IMACEC	IMACON	Seg. Obras Civiles
2018	3,99%	3,34%	-6%
2019	0,80%	0,81%	-19%
2020	-6,11%	-7,52%	-15%
2021	12,12%	10,02%	62%
2022	2,65%	-11,95%	27%
Promedio	2,69%	-1,06%	9,58%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

Según la Cámara Chilena de la Construcción, durante el 2023 se espera aún un escenario negativo para el sector, para luego en 2024 comenzar a converger a su nivel de crecimiento de tendencia en línea con el crecimiento esperado para el PIB.

6.6.2. SEGMENTO INMOBILIARIO

Como se puede observar en el siguiente gráfico, la venta de viviendas nuevas a nivel nacional muestra un cambio importante en su tendencia a contar del año 2016. Entre los años 2010 y 2015, el crecimiento promedio anual fue de 14%, mientras que entre los años 2016 y 2022 se ha observado una tendencia a la baja, con un crecimiento anual promedio de -7%. El crecimiento promedio durante el periodo observado es de 2%



Fig. 22 Venta de viviendas nuevas

Según la encuesta de créditos bancarios correspondiente al primer trimestre de 2023 (Banco Central de Chile), las instituciones encuestadas han notado una disminución importante en la demanda de créditos hipotecarios, lo cual se relaciona con la debilidad en las ventas de propiedades inmobiliarias. Algunos de los factores detrás de esta situación:

- La pérdida de poder adquisitivo de los hogares debido a la elevada inflación, lo que ha llevado a una disminución en las remuneraciones reales.
- El aumento de la tasa de interés de los créditos en Unidades de Fomento (UF) para vivienda, que en el primer trimestre 2023 fue del 4,3%, en comparación con el promedio del período 2015-2021, que fue del 3,2%.
- La política monetaria restrictiva y la reducción de las transferencias monetarias del Estado en comparación con años anteriores.

En la medida que los niveles de incertidumbre económica disminuyan, y que las variables macroeconómicas relevantes muestren signos de mejoría, se debiera observar una recuperación en el sector a contar de 2024.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución reciente de los ingresos del segmento inmobiliario junto a otros indicadores económicos. Es posible observar la correlación existente entre la venta de viviendas nuevas y el desempeño del segmento de negocio.

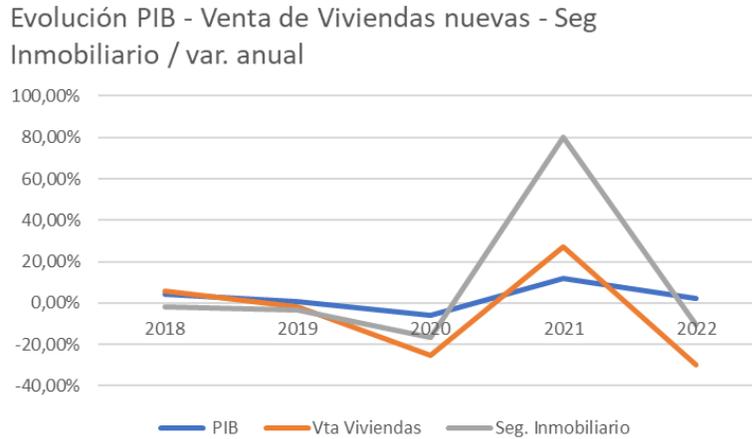


Fig. 23 Variación anual PIB - Venta de viviendas nuevas - Ingresos Segmento Inmobiliario

Tabla 46 Promedio variación anual - Indicadores

año	PIB	Vta Viviendas	Seg. Inmobiliario
2018	3,99%	5,52%	-2%
2019	0,74%	-1,68%	-3%
2020	-6,15%	-25,27%	-17%
2021	11,74%	27,22%	80%
2022	2,44%	-30,13%	-11%
Promedio	2,55%	-4,87%	9,54%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

6.6.3. SEGMENTO SERVICIOS DE MAQUINARIA.

El segmento tiene una alta correlación con lo que ocurre en el sector minería, debido a que la mayoría de los ingresos del segmento provienen de este sector. Como se puede observar en el siguiente gráfico, el indicador de producción en el sector (PIB Minero) ha tenido una tendencia a la baja desde 2014, afectado por las condiciones económicas globales en el mercado de commodities, junto con las condiciones económicas del país. Desde 2014 a 2022 el crecimiento promedio del sector ha sido de -0,76%.

Sin embargo, tal como se muestra en la Fig. 24, los indicadores de inversión en planta y equipos del sector minero (Inv. PyE) muestran una tendencia creciente desde el año 2017, con un crecimiento promedio anual de 11,2%.

Inversión en planta y equipo (MM USD) - PIB Minero
(MMM USD)

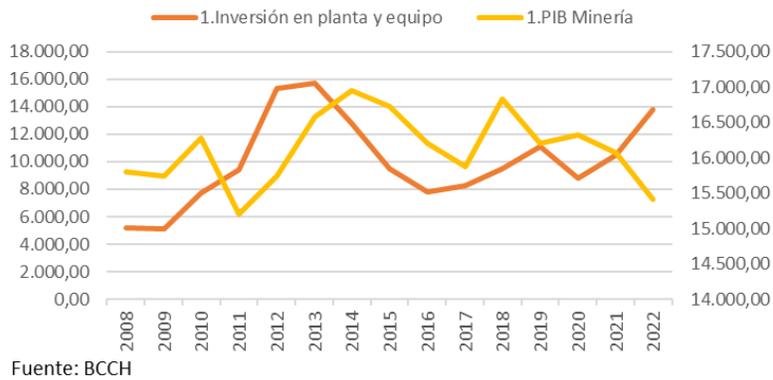


Fig. 24 Inversión en planta y Equipo - PIB - Minería

Este último indicador muestra una mayor correlación con lo observado en el segmento servicios de maquinaria en los últimos años, donde se ha observado un crecimiento relativamente estable en comparación con el resto de los segmentos de negocio.

Evolución PIB - Inversión Planta y equipos - Seg.
Servicios de Maquinaria

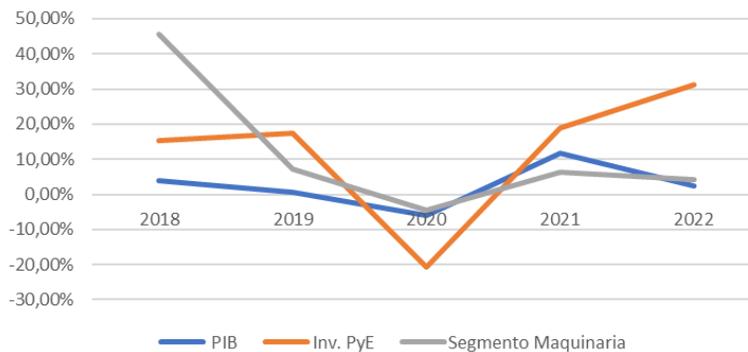


Fig. 25 Evolución PIB - Inversión en Planta y Equipos (minería) - Ingresos Segmento Maquinaria

Tabla 47 Promedio variación anual - Indicadores

	PIB	Inv. PyE	Segmento Maquinaria
2018	3,99%	15,35%	46%
2019	0,74%	17,29%	7%
2020	-6,15%	-20,68%	-4%
2021	11,74%	18,78%	6%
2022	2,44%	31,16%	4%
Promedio	2,55%	12,38%	11,79%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

6.6.4. SEGMENTO PROYECTOS DE INVERSIÓN

Este segmento está asociado principalmente con lo que ocurra en el sector eléctrico, que es de donde proviene la mayoría de los ingresos del segmento (generación y transmisión eléctrica). El crecimiento promedio de la capacidad eléctrica instalada a nivel nacional ha sido de 7% desde 2018.

Como se puede ver en el siguiente gráfico, no se observa una correlación clara entre la variación anual en ingresos del segmento y los indicadores del sector. Esto se debe esencialmente al fuerte aumento en los ingresos del segmento durante 2020, producto específicamente de la puesta en marcha de proyectos de generación eléctrica. Al excluir el año 2020 del análisis, el crecimiento promedio del segmento de negocio es de 7%, muy similar al crecimiento promedio de la capacidad instalada a nivel nacional, la cual a su vez está altamente correlacionada con el crecimiento económico del país.

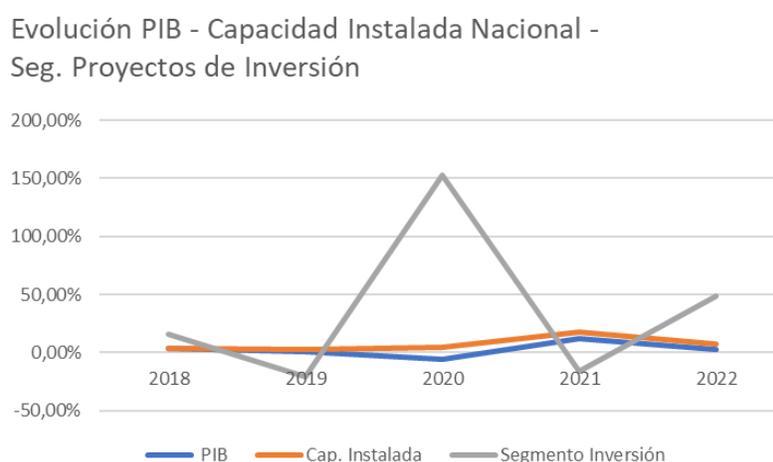


Fig. 26 PIB - Evolución Capacidad Instalada Nacional (MW) - Ingresos Segmento Proyectos de Inversión

Tabla 48 Promedio variación anual - Indicadores

	PIB	Cap. Instalada	Segmento Inversión
2018	3,99%	3,72%	16%
2019	0,74%	2,44%	-20%
2020	-6,15%	4,36%	153%
2021	11,74%	17,30%	-16%
2022	2,44%	7,63%	48%
Promedio	2,55%	7,09%	36,18%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

7.1. INGRESOS OPERACIONALES PROYECTADOS

En esta sección se estima la proyección de ingresos operacionales de la compañía para los años 2023 a 2027, junto con la explicación de los supuestos detrás de dicha estimación. Esto se realiza para cada segmento de negocio por separado, considerando los análisis realizados en las secciones previas.

Para estimar el periodo 2023, se utilizaron los porcentajes de crecimiento observados entre marzo 2022 y marzo 2023, aplicados sobre el total de venta 2022. Posteriormente, se resta la venta real a marzo 2023 para considerar dentro del flujo solo los últimos 9 meses del año.

Para los años siguientes, 2024-2027, para cada segmento de negocio la proyección busca capturar tres factores principales: la alta dependencia del ciclo económico en el negocio de la compañía, la tendencia reciente del sector en específico al que está asociado cada segmento, y la tendencia reciente del propio segmento.

Las proyecciones de PIB y Formación bruta de capital fijo corresponden al Informe de Finanzas Públicas de primer trimestre de 2023.

7.1.1. SEGMENTO OBRAS CIVILES

Dado que existe un rezago en la recuperación del sector construcción, se considera para 2023 una caída coherente con lo observado al primer trimestre de 2023 (y en línea con el menor crecimiento en el PIB) para luego en 2024 retomar los niveles de tendencia junto con la mejora en las perspectivas económicas a nivel país. Para los años 2024-2027 se utilizará el promedio de tres indicadores: proyección de PIB, proyección de Inversión (Formación bruta de capital fijo) y crecimiento promedio 2018-2022 del Segmento Obras civiles.

Tabla 49 Crecimiento proyectado Segmento Obras Civiles

Segmento Obras Civiles	2024	2025	2026	2027
Variación segmento	9,58%	9,58%	9,58%	9,58%
Proyección PIB	2,60%	2,60%	2,40%	2,40%
Proyección Formación bruta de capital fijo	1,90%	3,00%	2,90%	2,00%
Promedio (factor de proyección)	4,69%	5,06%	4,96%	4,66%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

7.1.2. SEGMENTO DESARROLLO INMOBILIARIO

Similar al caso del sector construcción, debería observarse una caída en el año 2023, para luego tener una recuperación coherente con el crecimiento promedio del indicador de nuevas viviendas (en torno a 2%). Para los años 2024-2027 se utilizará el promedio entre la proyección del PIB, el crecimiento promedio 2018-2022 de venta de viviendas nuevas, y el crecimiento promedio 2018-2022 de los ingresos del segmento.

Tabla 50 Crecimiento proyectado Segmento Inmobiliario

Segmento Inmobiliario	2024	2025	2026	2027
Variación segmento	9,54%	9,54%	9,54%	9,54%
Proyección PIB	2,60%	2,60%	2,40%	2,40%
Var% Venta de viviendas nuevas	-4,87%	-4,87%	-4,87%	-4,87%
Promedio (factor de proyección)	2,42%	2,42%	2,36%	2,36%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

7.1.3. SEGMENTO SERVICIOS DE MAQUINARIA

El segmento Maquinarias debiera observar una evolución en torno a la tendencia de la inversión en maquinaria y equipos del sector minería de los últimos años. Para la proyección se utiliza el promedio entre: la proyección del PIB, el crecimiento promedio 2018-2022 para la inversión en maquinaria y equipos (minería), y el crecimiento promedio 2018-2022 del segmento de negocio.

Tabla 51 Crecimiento proyectado Segmento Maquinaria

Segmento Maquinaria	2024	2025	2026	2027
Variación segmento	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%
Proyección PIB	2,60%	2,60%	2,40%	2,40%
Var% Inversión Planta y Equipos	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%
Promedio (factor de proyección)	8,92%	8,92%	8,85%	8,85%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

7.1.4. SEGMENTO PROYECTOS DE INVERSIÓN

Debido a la importancia para el segmento de la evolución en el sector eléctrico, se utilizará para la proyección de ingresos: la proyección del PIB, el crecimiento promedio de la

capacidad instalada nacional 2018-2022, y el crecimiento promedio 2018-2022 para el segmento.

Tabla 52 Crecimiento proyectado Segmento Proyectos de Inversión

Segmento Proyectos de Inversión	2024	2025	2026	2027
Variación segmento	36,18%	36,18%	36,18%	36,18%
Proyección PIB	2,60%	2,60%	2,40%	2,40%
Var% Capacidad Instalada MW	7,09%	7,09%	7,09%	7,09%
Promedio (factor de proyección)	15,29%	15,29%	15,22%	15,22%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de la empresa, BCCH y CChC

En base a lo anterior se obtiene la siguiente proyección de ingresos operacionales (2023 – 2027) al 31 de marzo de 2023 (Tabla 53). El crecimiento promedio anual en ingresos de la empresa para el periodo 2024-2027 es de aproximadamente un 6,70%.

Tabla 53 Proyección de Ingresos Operacionales (miles de UF)

Segmento	T9-2023	2024	2025	2026	2027
Obras Civiles	7.159	10.204	10.720	11.252	11.776
Inmobiliario	3.231	3.934	4.029	4.124	4.221
Proyectos de Inversión	1.523	2.260	2.605	3.002	3.459
Maquinarias	4.230	5.966	6.498	7.073	7.699
Total	16.143	22.363	23.852	25.451	27.156

Fuente: Elaboración propia

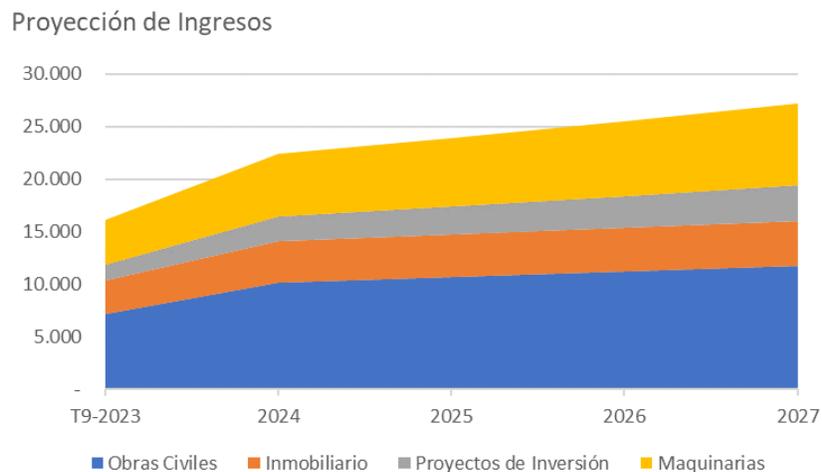


Fig. 27 Proyección de Ingresos (miles de UF)

7.2. COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES PROYECTADOS

Para proyectar los costos y gastos operacionales de la compañía, se utiliza la proporción histórica de cada partida de costos y gastos respecto a los ingresos operacionales. Para esto se considera el periodo de los últimos 5 años (2018-2022), y el análisis se separa para cada Segmento de Negocio en específico.

La selección de este periodo de 5 años se realiza debido a que el periodo postpandemia (2021-2022) muestra un rendimiento marcadamente superior en todos los segmentos de negocio, y particularmente en el segmento más importante de la compañía (Obras Civiles). Dado esto, seleccionar un periodo más acotado podría sesgar la proyección de costos de la empresa, sin un fundamento sólido que permita asegurar que dichos rendimientos se mantendrán en el futuro.

En el caso de los segmentos Obras Civiles y Servicios de Maquinaria se utiliza el promedio 2018-2022. Si bien el último periodo (2022) muestra un margen operacional notoriamente superior respecto al resto de los años, su inclusión permite promediar los resultados negativos del periodo 2019 a 2020, y obtener una estimación más ajustada.

En el caso de segmento inmobiliario existe una tendencia a la baja en sus indicadores, razón por la que se utiliza el promedio de los últimos 3 periodos como estimación.

En el caso del segmento Proyectos de Inversión se excluyen el periodo de pandemia (2019-2020) debido a valores inusualmente bajos en el porcentaje de costo de venta.

En el siguiente cuadro se resumen los factores de proyección utilizados para cada segmento de negocio. Como se puede observar, el margen operacional más alto corresponde a Proyectos de Inversión, y el más bajo corresponde al segmento Obras Civiles.

Tabla 54 Factores de Proyección Costos y Gastos Operacionales

Segmentos	Obras Civiles	Inmobiliario	Proy. de Inversión	Maquinaria
Ingresos	100%	100%	100%	100%
Costo de Venta	-93%	-83%	-68%	-67%
Depreciación	-1%	-1%	-11%	-19%
GAV	-5%	-4%	-7%	-1%
Margen Operacional	1%	12%	15%	14%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Dada la importancia del segmento Obras Civiles, es esperable que el supuesto utilizado con respecto a su resultado operacional tenga un impacto mayor en la estimación del flujo de caja de la empresa. Como se mostró en la sección de 5.2 (Análisis de Costos y Gastos Operacionales), el desempeño del segmento dentro del periodo de análisis (2018-2022) muestra una importante variación en el margen operacional, que va desde un mínimo de -1% hasta un máximo de 8%. Para efectos comparativos, en la Tabla 55 se muestra el margen operacional del segmento Obras Civiles a diciembre 2022 para las empresas comparables (Salfacorp, Echeverría Izquierdo, e Ingevec).

Tabla 55 Margen Operacional Empresas Comparables Segmento Obras Civiles

Mg Operacional	Salfacorp	Echeverría	Ingevec
Obras Civiles	6,2%	2,4%	1,0%

Fuente: Análisis Razonado de Estados Financieros

A continuación, se aplican los supuestos descritos de costos y gastos operacionales, sobre los ingresos de cada segmento ya estimados para el periodo 2023-2027. En el siguiente cuadro se muestra el detalle de los costos y gastos operacionales proyectados para cada segmento de negocio, junto con el total a nivel empresa.

Tabla 56 Proyección de Costos y Gastos Operacionales – miles de UF

Segmento	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Obras Civiles	-7.092	-10.108	-10.620	-11.147	-11.666
Costo de Venta	-6.659	-9.491	-9.971	-10.466	-10.953
Depreciación	-71	-101	-106	-112	-117
GAV	-362	-516	-543	-570	-596
Inmobiliario	-2.837	-3.455	-3.539	-3.622	-3.707
Costo de Venta	-2.675	-3.257	-3.336	-3.415	-3.495
Depreciación	-23	-28	-29	-29	-30
GAV	-139	-169	-174	-178	-182
Inversión	-1.297	-1.925	-2.219	-2.557	-2.947
Costo de Venta	-1.031	-1.530	-1.764	-2.033	-2.342
Depreciación	-161	-240	-276	-318	-367
GAV	-105	-155	-179	-207	-238
Maquinaria	-3.654	-5.153	-5.612	-6.109	-6.650
Costo de Venta	-2.828	-3.988	-4.344	-4.729	-5.147
Depreciación	-785	-1.107	-1.206	-1.313	-1.429
GAV	-41	-57	-62	-68	-74
Total	-14.880	-20.641	-21.990	-23.435	-24.970

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

7.3. RESULTADO NO OPERACIONAL PROYECTADO

Todas las cuentas son recurrentes, razón por la cual se proyectan considerando la proporción que representan de los ingresos operacionales. A lo largo de los distintos periodos no se observan variaciones significativas en las proporciones que cada cuenta representa de los ingresos, razón por que se seleccionó el valor promedio para los años 2018-2022.

Adicionalmente, para efectos comparativos se realizó una proyección del Balance, de tal manera de proyectar de manera alternativa la deuda y los costos financieros. Ambos métodos no difieren de manera significativa en sus resultados, por lo que se presentan los resultados en base a la primera forma descrita.

En el siguiente cuadro se presenta la proyección del resultado no operacional

Tabla 57 Proyección Resultado No Operacional

Resultado No Operacional (%)	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Otras ganancias (pérdidas)	103	143	152	163	174
Ingresos financieros	59	82	87	93	99
Costos financieros	-413	-573	-611	-652	-696
Participación en asociadas	74	103	110	117	125
Diferencias de cambio	-58	-80	-86	-91	-97
Resultados por unidades de reajuste	-115	-160	-170	-182	-194
Resultado no operacional	-350	-485	-517	-552	-589

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

7.4. IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO

El gasto por impuestos incorpora una tasa del 27%, la que corresponde a la tasa de impositiva de largo plazo para las empresas en Chile.

Tabla 58 Proyección de Impuestos

Impuestos	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Resultado antes de impuestos	912	1.237	1.345	1.464	1.597
Tasa de impuesto	27%	27%	27%	27%	27%
Impuesto a las Ganancias	246	334	363	395	431

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

7.5. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILES DE UF

En base al detalle de las estimaciones y supuestos expuestos en las secciones previas tanto para el resultado operacional como no operacional de la compañía, a continuación, se construye el Estado de Resultados para el periodo explícito de proyección (2023-2027).

Como se observa en la Tabla 59, para el periodo de proyección 2024-2027 tenemos que:

- El resultado operacional (EBIT) de la compañía aumenta de MUF 1.722 a MUF 2.186. Para efectos comparativos, el promedio del periodo 2018-2022 para este indicador fue de MUF 1.447, con un máximo en 2022 de MUF 2.583.
- El EBITDA aumenta desde MUF 3.198 a MUF 4.128. El promedio 2018-2022 de este indicador fue de MUF 2.648, con un máximo en el último periodo de MUF 3.755.
- El resultado del ejercicio aumenta de MUF 903 a MUF 1.166. El promedio 2018-2022 fue de MUF 708, con un máximo (2022) de MUF 1.315.

A nivel general, no se observan distorsiones en los resultados de las principales variables, respecto a los resultados históricos y los supuestos utilizados en la estimación.

Tabla 59 Proyección de Estado de Resultados

EERR proyectado	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	16.143	22.363	23.852	25.451	27.156
Costo de Venta	-13.193	-18.266	-19.415	-20.642	-21.938
Depreciación y Amortización	-1.041	-1.476	-1.617	-1.772	-1.942
GAV	-647	-899	-958	-1.022	-1.090
EBIT	1.262	1.722	1.862	2.016	2.186
EBITDA	2.303	3.198	3.479	3.788	4.128
Otras ganancias (pérdidas)	103	143	152	163	174
Ingresos financieros	59	82	87	93	99
Costos financieros	-413	-573	-611	-652	-696
Participación en asociadas	74	103	110	117	125
Diferencias de cambio	-58	-80	-86	-91	-97
Resultados por unidades de reajuste	-115	-160	-170	-182	-194
Resultado No Operacional	-350	-485	-517	-552	-589
Resultado antes de impuestos	912	1.237	1.345	1.464	1.597
Impuestos	-246	-334	-363	-395	-431
Resultado del Ejercicio	666	903	982	1.069	1.166

Fuente: Elaboración propia

7.6. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO PORCENTUAL

En el siguiente cuadro se muestra el Estado de Resultados de la compañía, en términos porcentuales respecto a los ingresos operacionales.

Tabla 60 Proyección de Estado de Resultados - porcentual

EERR proyectado	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de Venta	-81,7%	-81,7%	-81,4%	-81,1%	-80,8%
Depreciación y Amortización	-6,4%	-6,6%	-6,8%	-7,0%	-7,2%
GAV	-4,0%	-4,0%	-4,0%	-4,0%	-4,0%
Margen EBIT	7,8%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%
Margen EBITDA	14,3%	14,3%	14,6%	14,9%	15,2%
Otras ganancias (pérdidas)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Ingresos financieros	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Costos financieros	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%
Participación en asociadas	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Diferencias de cambio	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Resultados por unidades de reajuste	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Margen No Operacional	-2,2%	-2,2%	-2,2%	-2,2%	-2,2%
Margen antes de impuestos	5,7%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%
Impuestos	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,6%	-1,6%
Margen Neto	4,1%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%

Fuente: Elaboración propia

Es posible notar que los márgenes operacionales y neto se encuentran en torno a los valores promedio históricos observados en la sección 5.4 (Análisis de Márgenes de la Empresa), los cuales se presentan la Tabla 61

Tabla 61 Indicadores Financieros Históricos

Total Empresa (%)	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23	prom.
Margen Bruto	10,4%	12,2%	12,7%	9,9%	15,4%	15,3%	12,7%
Margen Operacional	6,5%	7,6%	9,0%	6,2%	11,6%	11,9%	8,8%
Margen Neto	4,0%	3,4%	3,1%	3,2%	5,9%	4,4%	4,0%
Margen EBITDA	13,3%	16,1%	17,2%	12,9%	16,8%	18,1%	15,7%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1. INVERSIÓN EN REPOSICIÓN

Como se observó en la sección 5.5.3, el monto de inversión de cada periodo histórico de análisis es mayor que el monto de depreciación. Por lo tanto, se estableció como supuesto que la inversión de reposición corresponde al 100% de la depreciación de cada periodo, para todos los segmentos de negocio.

En el siguiente cuadro se muestra el monto de inversión de reposición proyectado en base a la depreciación ya estimada previamente para el periodo 2023-2027.

Tabla 62 Proyección de Inversión en Reposición

Inversión en Reposición	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Obras Civiles	-71	-101	-106	-112	-117
Inmobiliario	-23	-28	-29	-29	-30
Proyectos de Inversión	-161	-240	-276	-318	-367
Maquinarias	-785	-1.107	-1.206	-1.313	-1.429
Inversión en Reposición	-1.041	-1.476	-1.617	-1.772	-1.942

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

8.2. NUEVAS INVERSIONES DE CAPITAL

Con el objetivo de obtener el monto de las nuevas inversiones de capital (CAPEX), y dado que no se cuenta con información detallada de la empresa a este respecto, primero fue necesario proyectar el stock de las cuentas de Propiedad Planta y Equipos y Activos Intangibles (PPEI) de cada periodo 2023-2027, para posteriormente obtener el monto de nueva inversión como la diferencia entre cada periodo, según la siguiente fórmula:

$$CAPEX_t = \text{Variación PPEI}_t = PPEI_{t+1} - PPEI_t$$

Para proyectar las cuentas de Balance mencionadas, primero se estima la relación histórica existente entre el monto de cada una y los ingresos operacionales para el periodo 2018-2022. En la Tabla 63 se estimó el promedio de PPE e Intangibles/Ingresos, excluyendo los años 2019 y 2020 por efecto estallido social y pandemia, con lo que la relación resulta ser 46%.

Tabla 63 Relación PPE e Intangibles sobre Ingresos Operacionales

%PPE-Intangibles/ Ingresos	2018	2019	2020	2021	2022	prom
PPE + intangible	8.214	9.169	8.925	9.571	8.904	8.957
Ingresos Operacionales	16.386	14.817	13.909	19.594	22.353	17.412
% PPE-Intangibles/ Ingresos Op.	50%	62%	64%	49%	40%	53%
% prom 2018-2021-2022	46%					

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Luego, se utiliza dicha relación promedio (46%) sobre los ingresos operacionales ya proyectados para cada periodo 2023-2027. De esta manera se obtiene el monto de PPE + Intangibles de cada periodo y el monto de nueva inversión proyectado. Los resultados de esto se muestran en la Tabla 64. Cabe mencionar que el periodo implícito de proyección (posterior a 2027) se asume sin crecimiento, por lo que no se considera nueva inversión de capital en 2027.

Tabla 64 Proyección Nueva Inversión de Capital (miles de UF)

Nueva Inversión Activos	2023	2024	2025	2026	2027	prom
Ingresos Operacionales	21.024	22.363	23.852	25.451	27.156	23.969
% PPE-Intangibles/ Ingresos Op.	46%	46%	46%	46%	46%	46%
PPE + intangible	9.728	10.347	11.036	11.776	12.565	11.090
Nueva Inversión	620	689	740	789	-	567

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

8.3. INVERSIÓN O LIBERACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO

De manera similar a lo realizado en la sección previa, para estimar este monto de inversión, primero es necesario proyectar el nivel de Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) necesario para cada año, el cual debe ser coherente con el nivel de ingresos operacionales ya estimados.

Para el cálculo del CTON de cada año de proyección se utiliza la relación histórica promedio entre el CTON y los ingresos operacionales del periodo 2018-2022 (RCTON). Esta relación

resulta ser de 42%, y fue obtenida previamente en la sección 5.5.2 (Capital de Trabajo Operativo Neto). Este factor se multiplica por los ingresos operacionales (2023-2027) obteniendo así el CTON proyectado.

A partir de este CTON se obtiene la estimación de inversión (o liberación) de capital de trabajo neto de cada año, según la siguiente fórmula:

$$\text{Inversión CTON}_t = \text{Variación CTON}_t = \text{CTON}_{t+1} - \text{CTON}_t$$

La Tabla 65 muestra la Inversión en CTON proyectada para 2023-2027. El periodo implícito de proyección (posterior a 2027) se asume sin crecimiento, por lo que no se considera nueva inversión en 2027.

Al comparar el CTON proyectado para 2023 (MUF 8.872), con el nivel real a la fecha de valoración (MUF 7.025), Tabla 66, el primero resulta mayor, por lo tanto, existe un déficit de capital de trabajo que será considerado más adelante en la valoración de los activos de la empresa.

Tabla 65 Proyección de Inversión en CTON

CTON (MUF)	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	21.024	22.363	23.852	25.451	27.156
RCTON	42%	42%	42%	42%	42%
CTON	8.872	9.437	10.066	10.741	11.460
Inversión CTON	565	629	675	720	-

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

Tabla 66 CTON real periodo 2019 - mar2023

CTON (MUF)	2019	2020	2021	2022	2023
CTON	7.208	6.868	7.174	7.905	7.025

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

8.4. FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS

A partir del resultado del ejercicio es posible obtener el flujo de caja bruto y posteriormente el flujo de caja libre. El flujo de caja bruto se obtiene al reversar, a partir del resultado del ejercicio, las cuentas que no representan flujo de caja (Depreciación y Amortización) y las cuentas que corresponden al resultado no operacional de la empresa. Estas últimas se reversan después de impuestos.

Cabe mencionar que la cuenta Participación en Asociadas (y Negocios conjuntos) reportada como parte del resultado no operacional de la compañía, se considera como operacional para efectos del análisis, por lo tanto, no se reversa y forma parte del flujo de caja operacional.

Después de realizado lo anterior es posible obtener el flujo de caja libre. Esto se hace restando de la estimación del flujo de caja bruto los montos de inversión proyectados en las secciones previas, que corresponden a: inversión en reposición, nueva inversión de capital, e inversión (liberación) de capital de trabajo neto.

Se debe recordar que el último periodo (2027) se asume sin crecimiento a futuro, por lo que el flujo de caja libre solo considera la inversión en reposición (sin inversión en crecimiento, CAPEX y CTON).

Tabla 67 Proyección de Flujos de Caja Libre

Flujo de Caja Libre	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Resultado del Ejercicio	666	903	982	1.069	1.166
Ajustes					
Depreciación (+)	1.041	1.476	1.617	1.772	1.942
Otras ganancias (pérdidas)* (-)	-75	-104	-111	-119	-127
Ingresos financieros* (-)	-43	-60	-64	-68	-73
Costos financieros* (+)	302	418	446	476	508
Diferencias de cambio* (+)	42	59	62	67	71
Resultados por unidades de reajuste* (+)	84	117	124	133	142
Flujo de Caja Bruto	2.016	2.808	3.057	3.329	3.629
Ajustes					
Inversión Reposición (-)	-1.041	-1.476	-1.617	-1.772	-1.942
CAPEX (-)	-620	-689	-740	-789	-
Inversión CTON (-)	-565	-629	-675	-720	-
Flujo de Caja Libre	-209	15	25	49	1.687

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa *después de impuestos

8.5. VALOR TERMINAL

El valor terminal se estima bajo el supuesto de sin crecimiento a perpetuidad. Este supuesto descansa en la evidencia respecto a los montos de nueva inversión de capital de la compañía, y la situación de mayor incertidumbre financiera postpandemia. Esto permite asumir un escenario conservador, sin crecimiento a perpetuidad.

En el año 2017 Besalco anunció un plan de inversiones (a 5 años) por un monto total de aproximadamente MUF 10.600, con el objetivo de sustentar su crecimiento futuro. En 2020, dado los efectos económicos de la pandemia, la compañía anunció un importante ajuste a este plan (aunque sin explicitar el monto de dicho ajuste). Entre 2018 y 2022, según los Estados Financieros de la empresa, se contabilizaron aproximadamente MUF 5.800 en nuevas inversiones de capital (monto menor al plan original). Si se considera que las nuevas inversiones de capital proyectadas (2023-2027) suman MUF 2.800, el valor total de nuevas inversiones entre 2018 y 2027 alcanzaría aproximadamente MUF 8.600. Este monto podría ser considerado como el monto equivalente al plan original de inversiones con un ajuste a la baja de MUF 2.000. Dado esto, es factible asumir que la empresa haya terminado su ciclo de nueva inversión y crecimiento al año 2027, y que a dicha fecha alcance un nivel estacionario (sin crecimiento a perpetuidad).

Para calcular el valor terminal se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Terminal}_{2027} = FCL_{2028}/r$$

Donde FCL_{2028} corresponde al flujo de caja libre a perpetuidad, equivalente al flujo de caja libre a 2027, de MUF 1.687 (sin considerar nueva inversión de capital e inversión en CTON), y r corresponde a la tasa de costo de capital (WACC) previamente estimada en la sección 4.

Dado lo anterior se obtiene un valor terminal de MUF 24.647 a diciembre 2027.

Tabla 68 Valor Terminal - diciembre 2027

Valor Terminal (MUF)	2027
Flujo de Caja	1.687
WACC	6,84%
Valor Terminal	24.647

Fuente: Elaboración propia

9. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

9.1. VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

La proyección de los flujos de caja de la compañía considera un periodo explícito de proyección, el cual está determinado por los flujos de caja estimados entre los años 2023 y 2027, y un periodo implícito, determinado por los flujos a perpetuidad desde al año 2028 en adelante. Este último valor corresponde al valor terminal de la empresa, cuyo monto fue calculado a diciembre 2027 en la sección previa.

En el año 2027 el flujo de caja libre que corresponde al periodo y el valor terminal de la empresa están determinado a la misma fecha, por lo tanto, pueden ser sumados en un único monto que debe ser descontado a valor presente (mar-2023). Dado que el cálculo de valor presente debe ser estimado a marzo de 2023, es decir, transcurrido un cuarto de año, los flujos del primer periodo deben descontarse solamente en la fracción que resta del año, es decir, $0,75 = (1 - 0,25)$, y así mismo, cada n periodo subsiguiente debe ser descontado por $(n - 0,25)$.

La tasa de descuento a utilizar para obtener el valor presente corresponde a la tasa de costo de capital calculada en la sección 4 de este documento, la cual corresponde a 6,84%.

Con lo anterior, el valor presente de los flujos de caja libre resulta en MUF 19.102, tal como está expresado en la Tabla 69.

Tabla 69 Valor Presente Flujos de Caja (miles de UF)

Valor Presente FDC (MUF)	T-9 2023	2024	2025	2026	2027
Flujo de Caja periodo explícito	-209	15	25	49	1.687
Valor Terminal					24.647
Flujo de Caja Total	-209	15	25	49	26.334
Valor Presente Flujos de Caja	19.102				

Fuente: Elaboración propia

9.2. DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO

En la sección 7 (Proyección de flujos de caja libre) se estimó un monto de capital de trabajo operativo neto (CTON) proyectado para el año 2023. Este monto proyectado de MUF 8.872 es mayor que el nivel real de CTON observado a la fecha de valoración (31/03/2023) de MUF 7.025. Por lo tanto, la diferencia entre ambos montos genera un déficit de capital de trabajo que debe ser considerado al momento de valorar los activos de la empresa.

El déficit de capital de trabajo es de MUF 1.847, tal como se expresa en la Tabla 70

Tabla 70 Déficit (liberación) de CTON (miles de UF)

Déficit o Exceso de CTON (MUF)	2023
Ingresos	21.024
RCTON	42%
CTON proyectado al 31/12/2023	8.872
CTON real al 31/03/2023	7.025
Déficit o Exceso de CTON	-1.847

Fuente: Elaboración propia

9.3. ACTIVOS PRESCINDIBLES Y OTROS ACTIVOS

Como activos prescindibles de la compañía se consideraron aquellos activos no operacionales que tienen la posibilidad de eventualmente ser vendidos (cuentan con un valor de mercado). Los activos dentro de esta categoría corresponden a las cuentas: Otros activos financieros (corrientes y no corrientes), y activos no corrientes mantenidos para la venta

El monto total de activos prescindibles es de MUF 187, según el detalle de la siguiente tabla.

Tabla 71 Activos Prescindibles (miles de UF)

Activos Prescindibles (MUF)	mar-23	%
Otros activos financieros corrientes	37	19,6%
Otros activos financieros no corrientes	17	9,0%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	134	71,4%
Total	187	100%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

En la sección 7.2 de este documento (Proyección de nueva inversión de capital) se obtuvo una proyección para el monto de Propiedad Planta y Equipo y Activos Intangibles a diciembre 2023, de MUF 9.728. Este valor resulta ser mayor que el monto real de los activos Propiedad Planta y Equipo e Intangibles a la fecha de valoración, de MUF 8.664. Dado esto, se genera un déficit de inversión por la diferencia (MUF 1.064), tal como queda expresado en el siguiente cuadro.

Este monto de déficit (Otros Activos) debe ser considerado al momento de la valoración de los activos de la compañía.

Tabla 72 Otros Activos (miles de UF)

Otros Activos	2023
Ingresos Operacionales	21.024
% PPE-Intangibles/ Ingresos Op.	46%
PPE + Intangible proyectado al 31/12/2023	9.728
PPE + Intangibles real al 31/03/2023	8.664
Otros Activos	-1.064

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

9.4. VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA

Considerando los distintos valores estimados en las secciones previas, es posible obtener la valorización económica de la empresa al 31/03/2023. Primero, se debe obtener el valor total de los activos de la compañía, el cual está determinado por la suma de: 1) el valor presente de los flujos de caja libre, 2) el déficit de capital de trabajo operativo neto, 3) el valor de los activos prescindibles, y 4) el valor de Otros Activos.

Luego, al valor de los activos totales obtenido se le resta el monto de la deuda financiera de la empresa a la fecha de valoración (MUF 9.217). De esta diferencia se obtiene finalmente el valor económico del patrimonio de la compañía (MUF 7.161) el cual, al dividirse por el número de acciones en circulación arroja un valor de \$ 442 por acción, tal como está expresado en la siguiente tabla (Tabla 73).

Tabla 73 Valoración Económica

Valoración Económica de la empresa	mar-23
Valor Presente Flujo de Caja	19.102
Activos Prescindibles	187
Otros Activos	-1.064
Déficit o Exceso de CTON	-1.847
Valor total de Activos	16.378
Deuda Financiera	9.217
Valor Económico del Patrimonio	7.161
número de acciones	576.172.664
Precio acción en UF	0,012
UF	35.575
Precio acción en pesos	442
Precio de mercado de la acción	404
diferencia %	10%

Fuente: Elaboración propia

La diferencia respecto al precio de mercado es de un 10%, lo cual podría considerarse como un parámetro de error razonable dada la alta volatilidad observada en el precio de la acción durante el periodo de análisis. Aun así, existen múltiples factores relacionados con los supuestos utilizados en la proyección, que podrían resultar en diferencias entre el precio estimado y el de mercado. Por ejemplo: los supuestos de crecimiento futuro de los ingresos o la proporción de costos y gastos operacionales que determinan el resultado operacional, resultan ser factores relevantes en la determinación del flujo de caja. O, por otro lado, la

tasa de costo de capital, que resulta ser un factor crítico para descontar dichos flujos y determinar el valor de la compañía. Se debe mencionar además que todos estos supuestos pueden variar de forma importante en una economía con alta inestabilidad financiera.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del precio de la acción de la compañía desde abril 2019 hasta mayo de 2023. Es posible notar una importante variabilidad en el precio durante este periodo, el cual ha estado marcado por los efectos económicos y financieros de la pandemia, y por la inestabilidad social y política de Chile post estallido social (oct-2019). El precio semanal promedio de la acción durante este periodo es de \$ 341 (desviación estándar de \$ 93), con un mínimo de \$ 164, y un máximo de \$ 555.



Fig. 28 Evolución Precio de la acción

En la segunda columna de la Tabla 74, se presenta el precio de la acción estimado con una tasa de costo de capital que no considera premio por iliquidez. Dicha tasa de costo de capital corresponde a 5,96%, dando como resultado un precio de la acción de \$ 661, y que ejemplifica lo sensible que puede ser el resultado a la inclusión de este supuesto.

Tabla 74 Comparativo tasa WACC

WACC	6,84%	5,96%
Valor total de los Activos	16.378	19.915
Valor Económico del Patrimonio	7.161	10.698
Precio de la acción	442	661
Precio de mercado	404	404
% diferencia respecto a mercado	10%	64%

Fuente: Elaboración propia

9.5. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

En base a lo observado previamente, en esta sección se realiza una sensibilización del precio de la acción respecto a algunas de las variables más relevantes para efectos de la proyección. En este caso se utilizaron las siguientes variables: el porcentaje de crecimiento de los ingresos operacionales, el margen operacional, y la tasa de costo de capital.

En la Tabla 75 se presentan las variaciones en el precio de la acción respecto a la tasa de costo de capital (eje vertical) y el nivel del margen operacional (eje horizontal). Partiendo del escenario base de tasa de costo de capital (6,84%) es posible ver que variaciones de +/- 1,5% en el margen operacional de la compañía pueden arrojar precios de la acción que van desde \$ 182 a \$ 702. Es decir, frente a una variación de aproximadamente un 19% en el margen operacional de la compañía, el precio de la acción varía en 59%, lo que evidencia la alta sensibilidad de la estimación al escenario de costos y gastos operacionales utilizados como supuestos.

Por otro lado, partiendo del escenario base de margen operacional (actual), es posible observar que variaciones de +/- 0,60% en la tasa de costo de capital pueden arrojar precios de la acción que van desde \$ 324 a \$ 584. Esto significa que una variación de aproximadamente un 10% en la tasa de costo de capital, arroja una variación de 32% en el precio de la acción.

Tabla 75 Sensibilización tasa WACC y Margen Operacional

		margen operacional						
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	actual	0,50%	1,00%	1,50%
WACC	6,24%	298	394	489	584	679	775	870
	6,44%	257	349	442	534	626	718	810
	6,64%	218	308	397	487	576	665	755
	6,84%	182	269	356	442	529	616	702
	7,04%	148	232	316	400	485	569	653
	7,24%	116	197	279	361	443	525	606
	7,44%	85	165	244	324	403	483	562

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

En la Tabla 76 se muestra el mismo ejercicio de sensibilización anterior, pero esta vez considerando la tasa de costo de capital y el porcentaje de crecimiento en los ingresos

operacionales. Al ubicarnos en el nivel actual de tasa de costo de capital (6,84%), tenemos que frente a una variación de +/- 3% en el porcentaje de crecimiento de ingresos, el precio de la acción se mueve entre \$ 441 y \$ 443. Esto significa que una variación de aproximadamente un 45% en la tasa de crecimiento, arroja una variación de solo un 0,002% en el precio de la acción. Una variabilidad mínima comparada con los ejercicios anteriores.

Además, se observa una particularidad. Cuando la tasa de costo de capital es mayor a la actual, el precio de la acción disminuye frente a un alza en el porcentaje de crecimiento de los ingresos.

Este efecto está explicado por una parte, en la manera en que fue asumido el aumento de crecimiento en ingresos entre los distintos segmentos de negocio (se suma +/-3% a todos por igual), lo que puede impactar más en aquellos segmentos de negocio con un menor nivel de crecimiento (y a la vez menores niveles de margen operacional), pero en particular, está explicado principalmente por los requerimientos de inversión necesarios para sustentar ese crecimiento, que llevan a que los flujos de caja libre sean marcadamente negativos durante el periodo explícito de proyección. Lo anterior ejemplifica de alguna manera, el impacto que el nivel de margen operacional y el nivel de tasa de costo de capital pueden tener al momento de evaluar las posibilidades de crecimiento de una compañía.

Tabla 76 Sensibilización tasa WACC y Porcentaje de crecimiento Ingresos

		porcentaje de crecimiento ingresos						
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	actual	1,00%	2,00%	3,00%
WACC	6,24%	569	574	579	584	589	595	600
	6,44%	524	527	530	534	537	541	544
	6,64%	481	483	485	487	488	490	492
	6,84%	441	441	442	442	443	443	443
	7,04%	403	402	401	400	399	398	397
	7,24%	367	365	363	361	359	356	354
	7,44%	334	330	327	324	320	317	313

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa

10. CONCLUSIONES

La valoración económica de Besalco mediante el método de flujo de caja descontado arrojó un precio por acción de \$442. Este valor significa una diferencia de 10% respecto al precio de mercado vigente a la fecha de valoración.

Dentro del periodo histórico de análisis, entre abril 2019 y abril 2023, el precio semanal promedio de la acción fue de \$ 341, con un mínimo de \$ 164 (en octubre de 2021), y un máximo de \$ 555 (abril de 2019). Lo anterior da cuenta de la alta variabilidad que ha experimentado el precio de la acción, lo que ha estado relacionado con las condiciones particulares del ciclo económico durante el periodo de análisis (pandemia mundial e inestabilidad política-social en Chile).

Dentro de las variables más importantes que afectan la estimación del precio de la acción se encuentran la tasa de costo de capital, y los supuestos proyectados respecto al resultado operacional de la compañía. Este último factor es especialmente relevante ya que los resultados operacionales históricos del segmento más relevante de la compañía (Obras Civiles) han mostrado una alta volatilidad en los últimos periodos. Esto ha estado explicado principalmente por la mayor inestabilidad económica presente en el mercado (desde fines de 2019), y que ha afectado fuertemente al sector Construcción.

A su vez, la tasa de costo de capital es una variable que influye de manera importante en la valoración de la empresa, y que depende de supuestos relevantes (ej. premio por iliquidez) y de factores críticos como la estructura de capital objetivo de la compañía, que también pueden verse influidos por el contexto económico en el que se realiza la estimación.

Lo anterior, puede finalmente generar discrepancias entre las estimaciones de un analista en particular, y las estimaciones del mercado. No obstante, a nivel general, la diferencia de 10% en la estimación respecto al precio de mercado parece ser razonable dado el comportamiento reciente del precio de la acción y los supuestos utilizados.

BIBLIOGRAFÍA

Sitios web:

- Compañía: www.besalco.cl
- Comisión para el Mercado Financiero: www.cmfchile.cl
- Bolsa de Santiago: www.bolsadesantiago.com
- Cámara Chilena de la Construcción: www.cchc.cl
- Banco Central: www.bcentral.cl
- Servicio de Impuestos Internos: www.sii.cl
- Investing <https://www.investing.com>
- ICARE <https://www.icare.cl/contenido-digital/imce-abril-2023/>
- Centro de Información Cámara Chilena de la Construcción <https://cchc.cl/centro-de-informacion/publicaciones/publicaciones-mach>
- BCI Equity Research www.bci.cl/equityresearch
- Refinitiv-Eikon www.refinitiv.com

Documentos

- Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., & Zhang, H. (2015). *The illiquidity premium: International evidence*. Journal of Financial Economics 117(2), 350-368.
- Aswath, Damodaran. *"Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset"*. Second Edition (2002), 382p.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). *The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts*. Journal of Applied Corporate Finance, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). *Equity valuation: A survey of professional practice*. Review of Financial Economics, 37(2), 219-233.

Información Pública

- Informe de Finanzas Públicas. Primer Trimestre 2023. <http://www.dipres.cl/598/w3-propertyvalue-24862.html>.
- Informe de Política Monetaria. Primer Trimestre 2023 (marzo 2023). <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-marzo-2023>
- Informe De Macroeconomía Y Construcción. MACH 64. <https://cchc.cl/centro-de-informacion/publicaciones/publicaciones-mach>
- Análisis razonados y Estados financieros de Besalco S.A. desde diciembre 2016 a marzo 2023. Memoria Anual de Besalco S.A. año 2022. (Obtenidos desde página web de la Comisión para el Mercado Financiero <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyname-815.html>)
- Análisis razonados al 31/12/2022 de Socovesa S.A., Salfacorp S.A., Ingecec S.A., Echeverría Izquierdo S.A., Paz Corp S.A., y Moller & Perez Cotapos S.A. (Obtenidos desde página web de la Comisión para el Mercado Financiero: <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyname-815.html>).