



VALORACIÓN DE EMPRESA BESALCO S.A. Mediante Método de Flujo de Caja Descontado

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

Alumno: Tanya Mayol Azua

Profesor Guía: Arturo Rodriguez

Santiago, Agosto 2016

CONTENIDO

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS.....	4
CAPITULO I: METODOLOGÍA.....	6
CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	7
2.1 Descripción de la empresa.....	7
2.2 Sociedades y filiales:	8
2.2.1 Entidades de consolidación directa Besalco S.A.	8
2.2.2 Empresas Benchmark	11
a. Empresa SALFACORP S.A.:.....	11
b. Empresa PAZ CORP S.A.:	12
CAPITULO III: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	13
3.1. Análisis de crecimiento.....	13
a) Tasas de crecimiento real para las ventas de la empresa.	13
b) Crecimiento de la industria	14
c) Perspectivas de crecimiento 2015-2019	15
3.2. Análisis de costos de operación.....	16
a) Costo de Ventas:.....	16
b) Gastos de Administración:.....	17
c) Costos Financieros:.....	18
3.3. Análisis de cuentas no operacionales.....	19
3.4. Análisis de activos.....	21
a) Análisis Activos Corrientes	21
b) Análisis Activos no Corrientes.....	22
CAPITULO IV: PROYECCIÓN DE LOS EERR 2015E-2018E.....	23
4.1. Proyección de ingresos de operación	23

a) Proyecciones de la industria:	23
b) Proyecciones ingresos de operación:	23
4.2. Proyección de costos de operación.....	25
a) Costos de operación.....	25
b) Gastos de administración	26
c) Gastos financieros	26
4.3. Proyección del resultado no operacional	27
4.4. Resultado antes de impuestos	28
4.5. Pago de impuestos y ganancia o pérdida.....	28
4.6 EERR proyectado	29
CAPITULO V: PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE	32
5.1. EERR AJUSTADO	32
5.2. AJUSTE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	32
5.3. INVERSIÓN DE REPOSICIÓN	33
5.4. NUEVAS INVERSIONES	34
5.5. INVERSIÓN CAPITAL DE TRABAJO	35
5.6. EXCESO O DÉFICIT CAPITAL DE TRABAJO	37
5.7. ACTIVOS PRESCINDIBLES.....	38
5.8. DEUDA FINANCIERA.....	39
5.9. FLUJO DE CAJA DESCONTADO	40
5.10. VALORACIÓN EMPRESA	41
CAPITULO VI: CONCLUSIONES.....	42
BIBLIOGRAFÍA.....	43

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS

Tabla 1: Elaboración fuente propia. Ficha de la empresa Besalco S.A.....	7
Tabla 2: Elaboración fuente propia: Benchmark SALFACORP S.A.....	11
Tabla 3: Elaboración fuente propia: Benchmark PAZ CORP S.A.....	12
Tabla 4: Elaboración fuente propia. Deuda IFRS en UF Besalco S.A.....	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 5: Elaboración fuente propia. Patrimonio económico en UF Besalco S.A.	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 6: Elaboración fuente propia. Estructura de capital objetivo Besalco S.A.	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 7: Elaboración fuente propia. Ratios de estructura de capital objetivo Besalco S.A.	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 8: Elaboración fuente propia. Estadísticas de Besalco S.A.	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 7: Elaboración fuente propia. Ratios de estructura de capital objetivo Besalco S.A.	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 8: Elaboración fuente propia. Estadísticas de Besalco S.A.	¡Error! Marcador no definido.

RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento tiene como objetivo estimar el valor económico de una acción de la empresa Besalco S.A. (En adelante la empresa) al 30 de junio del año 2015, mediante la metodología de Flujo de Caja Descontado.

Esta metodología es la que permite determinar el valor actual de los flujos futuros de caja descontados a la tasa de costo de capital considerando el comportamiento histórico de éstos y las proyecciones de la industria para el año 2020.

El resultado de este Modelo, fue que el valor estimado de una acción para el 30 de junio de 2015 es de \$122 pesos, que más adelante observaremos se encuentra por debajo del valor de mercado que realmente cotizó la acción en esa misma fecha, sin embargo, fue un valor cercano.

CAPITULO I: METODOLOGÍA

La metodología utilizada tiene por objeto estimar el precio de la acción de Besalco S.A mediante el método de valoración por múltiplos y el análisis fundamental.

La diferencia de los métodos señalados radica en el tiempo que toma al estimador la elaboración de la proyección de datos y la información necesaria para finalmente definir un precio objetivo.

En este informe se basa en el análisis fundamental, el cual, consiste en valorizar la acción de la empresa mediante el método de flujo de caja descontado a tasa K0 calculado mediante el WACC.

Esta metodología ofrece una estimación del precio de la acción más ajustado que por el método de valoración múltiplos, sin embargo requiere un gran volumen de datos y tiempo empleado para ofrecer un valor objetivo final.

Cabe señalar que no existe un mejor método que otro, sin embargo, ambos métodos presentan distorsiones según sea a la metodología empleada.

CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1 Descripción de la empresa

Bezanilla Salinas Construcciones S.A. (Besalco S.A.) en adelante “La Empresa” se fundó el día 27 de marzo de 1944, como una Sociedad de Responsabilidad Limitada, posteriormente, se constituyó como una Sociedad Anónima en febrero de 1965.

La empresa actualmente es una Sociedad Anónima Abierta, la que figura con el número 0497 en los registros de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, con fecha 9 de enero de 1995, habiendo dado inicio a transacciones de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago durante ese mismo año.

A continuación, se presenta una ficha con información general de la empresa Besalco S.A:

Razón Social	BESALCO S.A.	
Rut	92434000 - 2	
Nemotécnico	BESALCO	
Industria	Empresa con presencia en Chile y Perú. Con más de 70 años de experiencia opera en Obras civiles, montaje industrial, líneas de transmisión eléctrica, proyectos Inmobiliarios, obras Públicas y energía.	
Regulación	Superintendencia de valores y seguros (SVS) y Ministerio de obras públicas, Ministerio de energía.	
Tipo de Operación	Besalco S.A, sociedades relacionadas y sus filiales, con presencia en Chile y Perú, cuyo objeto es construcciones, montajes de maquinarias, logísticas y operaciones, inmobiliarias, energías renovables, ingeniería y servicios aéreo.	
12 Mayores Accionistas	PARTICIPACIÓN 10 MAYORES ACCIONISTAS BESALCO S.A.	
	TORA CONSTRUCCIONES SA	8,92%
	COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSI	5,46%
	FONDO DE INVERSION BICE CHILE SMALL CAP	5,42%
	INVERSIONES DON VICTOR I SA	3,76%
	INVERSIONES DON VICTOR II SA	3,76%
	INVERSIONES DON VICTOR III SA	3,76%
	INVERSIONES DON VICTOR IV SA	3,76%
	INVERSIONES DON VICTOR V SA	3,76%
	INVERSIONES DON VICTOR VI SA	3,76%
	INVERSIONES DON VICTOR VII SA	3,76%
	PORCENTAJE PARTICIPACIÓN	46,12%

Tabla 1: Elaboración fuente propia. Ficha de la empresa Besalco S.A

2.2 Sociedades y filiales:

2.2.1 Entidades de consolidación directa Besalco S.A.

Besalco S.A y sus filiales, estructuran sus líneas de negocio mediante entidades de consolidación directa, indirecta y negocios asociados con un valor estimado de 954MMUSD\$. Esta estructura le permite a la empresa minimizar riesgos operacionales y acotarlos al aporte de capital de la matriz, adicionalmente presenta una estructura funcional adecuada desde el punto de vista de la administración.

La empresa mantiene presencia en los sectores industriales de transporte, forestal, energía, salud, MOP directo, MOP concesiones, minería cobre, minería ferrosa, obras civiles e inmobiliaria.

La matriz, sociedades de consolidación directa, indirecta y filiales asociadas al rubro, son las siguientes:

- Besalco S.A.
- Besalco M.D. Montajes S.A.
- Besalco Construcciones S.A.
- Besalco Energía Renovable S.A y filiales
- Besalco Inmobiliaria S.A. y filiales
- Besalco Maquinarias S.A. y filiales
- Besalco Concesiones S.A. y filiales
- Kipreos S.A.
- Besco S.A.C.

a) Negocio Obras Civiles y Construcciones:

Besalco Construcciones S.A., gestiona y ejecuta contratos de construcción de obras viales para entidades privadas y públicas, túneles, obras sanitarias, tuberías industriales, manejos de relave para la gran minería, obras subterráneas y proyectos de

infraestructura privada. Estos contratos son ejecutados directamente o a través de empresas filiales o coligadas (consorcios).

Besalco MD Montajes S.A., brinda servicios en distintos rubros, la finalidad de esta empresa es atender 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 instalación, ejecución de proyectos, asesorías, exportación y comercialización de productos eléctricos de alta, media y baja tensión. Servicios

Aéreos Kipreos S.A. presta el servicio de transporte aéreo de pasajeros y carga, y trabajos aéreos en el territorio nacional y países limítrofes. Los sectores de la economía donde operan estas sociedades principalmente son: minería, construcción, transmisión eléctrica y agricultura, además de la prestación de servicios a los organismos gubernamentales de emergencias nacionales.

b) Negocio Inmobiliario:

Besalco Inmobiliaria S.A., gestiona y ejecuta proyectos inmobiliarios propios y de terceros. Su estrategia de negocios en los proyectos propios contempla la integración de la adquisición de terrenos, desarrollo de proyectos, construcción y posterior venta de casas y departamentos.

El negocio inmobiliario en Perú es administrado por medio de Besco Perú S.A.C.

c) Negocio de Servicio de Maquinarias:

El giro principal de Besalco Maquinarias S.A., es el servicio de arriendo de maquinaria pesada y equipos en general, relacionados con el sector minero, el sector forestal y el transporte de materiales de construcción. Este servicio incluye la operación de maquinaria pesada y transporte principalmente para terceros no relacionados y para

clientes internos (ventas a sociedades del grupo Besalco). Entre los principales servicios se encuentran:

- Carguío y transporte de productos mineros;
- Extracción y servicios integrales para el procesamiento de minerales;
- Cosecha motorizada de bosques, carguío y transportes de rollizos de madera;
- Prestación de servicios de transporte de ripios y operación de botaderos.

d) Proyectos de Inversión:

Besalco Concesiones S.A., administra contratos de concesión de obras públicas y privadas el cual incluye el desarrollo de los proyectos de ingeniería y la gestión del financiamiento, la contratación de la construcción, la mantención y operación de obras viales, embalses y redes de canales de regadío, cárceles y estacionamientos.

Besalco Energía Renovable S.A., es la encargada de desarrollar y explotar inversiones en proyectos de energía renovable no convencional. Administra la construcción de centrales hidroeléctricas de pasada que suministrarán energía al Sistema Interconectado Central (SIC).

2.2.2 Empresas Benchmark

Dentro de las empresas benchmark situadas en los sectores industriales de construcción, montajes, ingeniería, minería, energía, inmobiliaria, obras públicas con presencia en Chile, competidores de Besalco S.A se presentan a continuación:

a. Empresa SALFACORP S.A.:

Nombre de la Empresa	SALFACORP S.A.		
Ticker o Nemotécnico	SALFACORP		
Clase de Acción	Acciones ordinarias		
Derechos de cada Clase	Acciones Únicas		
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio Santiago, Bolsa de Valores Valparaíso y Bolsa Electrónica de Chile.		
Descripción de la Empresa (profile)	Empresa dedicada principalmente a obras civiles, proyectos inmobiliarios, construcción montajes industriales.		
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Obras civiles, proyectos inmobiliarios, construcción montajes industriales.		
NEGOCIOS EN LOS QUE SE ENCUENTRA			
UNIDADES DE NEGOCIO	EBITDA dic-13	Peso relativo	Descripción
SALFA INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN S.A.	45.493	65%	Obras civiles
ACONCAGUA S.A.	23.932	34%	Inmobiliaria
CORPORATIVO - AJUSTES	135	0%	Ajustes
EBITDA SALFACORP S.A DIC-13	69.560	100%	Total

Tabla 2: Elaboración fuente propia: Benchmark SALFACORP S.A.

b. Empresa PAZ CORP S.A.:

Nombre de la Empresa	PAZ CORP S.A.		
Ticker o Nemotécnico	PAZ		
Clase de Acción	La composición accionaria de la compañía corresponde a una serie única, acciones ordinarias, nominativas y sin valor nominal.		
Derechos de cada Clase	Acciones Única		
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio Santiago, Bolsa de Valores Valparaíso y Bolsa Electrónica de Chile.		
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Paz Corp es una empresa inmobiliaria chilena con presencia en Chile, Perú y Brasil. Posee una trayectoria de más de 40 años en donde ha concretado más de 150 proyectos y 25 mil viviendas. La Compañía presenta un modelo de negocio integrado, que contempla diversas etapas: el estudio del mercado inmobiliario, la elección y compra de terrenos; la arquitectura y gestión inmobiliaria; la construcción de los proyectos; la comercialización y el servicio de post venta.</p> <p>Su estrategia de desarrollo está enfocada en el conocimiento profundo de las necesidades de sus clientes, el diseño y construcción de viviendas innovadoras de alta calidad, y una alta eficiencia operacional.</p> <p>La Compañía ha exportado con éxito el conocimiento conseguido en Chile a Perú y Brasil, ambos mercados con un alto potencial de crecimiento y con una importante necesidad de vivienda para la clase media.</p>		
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Paz participa en el desarrollo y construcción de proyectos inmobiliarios, principalmente en el mercado de proyectos verticales orientados a los segmentos socioeconómicos medios. Además, está presente en el mercado peruano desde 2007 y en Brasil desde 2010.		
NEGOCIOS EN LOS QUE SE ENCUENTRA			
Unidades de Negocio	EBITDA dic-13	Peso relativo	Descripción
PAZ CORP S.A.	M\$23.737.994	100%	N/A

Tabla 3: Elaboración fuente propia: Benchmark PAZ CORP S.A.

CAPITULO III: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

3.1. Análisis de crecimiento

a) Tasas de crecimiento real para las ventas de la empresa.

A continuación, se detalla la composición de la cuenta del Estado de Resultado “Ingresos de Actividades Ordinarias”, durante el período comprendido entre enero del año 2011 y junio del año 2015. Los resultados a continuación incorporan la corrección por UF a fin de que se puedan comparar.

INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS (MILES DE PESOS) BESALCO S.A.					
UF	24.982,96	24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
PARTIDA	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Obras Civiles	4.567.144	6.939.180	9.330.383	9.592.267	7.979.281
Inmobiliario	1.207.945	1.922.257	2.415.546	1.633.844	1.554.154
Concesiones	0	0	0	58.292	136.752
Servicio de Maquinaria	1.397.766	3.772.535	4.894.856	5.036.050	4.332.242
Proyecto de Inversión	206.031	227.279	189.260	573.875	423.526
INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS	7.378.887	12.861.251	16.830.045	16.894.329	14.425.955
TASA DE CRECIMIENTO REAL (Corregida por UF)		-26,89%	-0,38%	15,79%	

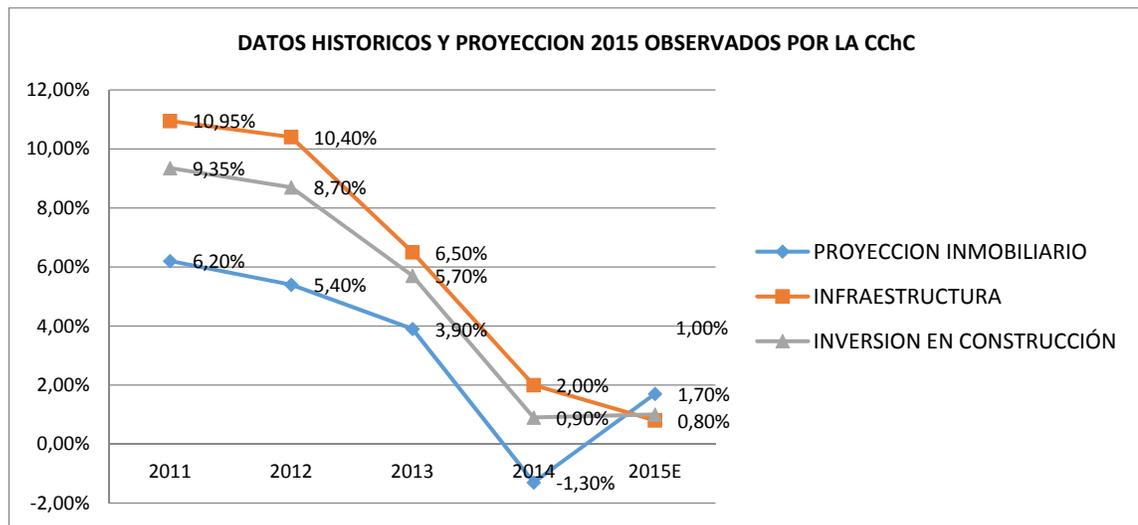
Según se observa en términos reales, los ingresos ordinarios de la empresa según sus distribuciones de negocios (obras civiles, inmobiliarios, concesiones, servicios de maquinaria, proyectos de inversión), han registrado una baja importante en los últimos años, consistente con la situación país reflejado en el PIB y la situación económica mundial, a ello se adiciona las señales de inestabilidad política presentadas por el gobierno ante inversión.

b) Crecimiento de la industria

Las perspectivas de crecimiento para el del 2011 al 2015 (estimado) son recogidas por el informe MACH42 de la Cámara de la Construcción Chile, la cual, anualmente emite una publicación de la situación estimada para el sector de la construcción en función del PIB país. A continuación, se presentan las perspectivas de crecimiento para el año 2015.

INVERSIÓN EN LA CONSTRUCCIÓN DESAGREGADA % VARIACIÓN ANUAL CChC					
TASAS DE CRECIMIENTO INDUSTRIA POR SECTOR	DATOS HISTÓRICOS OBSERVADOS POR LA CChC				
	30-06-2015E	2014	2013	2012	2011
INMOBILIARIO	0,85%	-1,30%	3,90%	5,40%	6,20%
INFRAESTRUCTURA	0,40%	2,00%	6,50%	10,40%	10,95%
INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN	0,50%	0,90%	5,70%	8,70%	9,35%

En el análisis gráfico, se muestra una importante baja en el crecimiento y la proyección de la CChC para el 2015. Cabe señalar que la situación 2011 correspondiera a un fuerte incremento dada la situación del último terremoto registrado en la zona durante el 2010.



c) Perspectivas de crecimiento 2015-2019

Para las perspectivas de crecimiento, se consideró la estimación de una media móvil 3 por sector, debido a que según este estimador no se vislumbran importantes cambios en los próximos años a la situación económica país. De lo anterior las perspectivas de crecimiento 2015-2019 son las siguientes:

PROYECCIÓN INVERSIÓN EN LA CONSTRUCCIÓN DESAGREGADA % VARIACIÓN ANUAL CChC										
TASAS DE CRECIMIENTO INDUSTRIA POR SECTOR	MEDIA MOVIL 3 ANUAL					DATOS HISTÓRICOS				
	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30-06-15E	2014	2013	2012	2011
PROYECCIÓN INMOBILIARIO	1,10%	1,25%	0,61%	1,43%	1,70%	0,85%	-0,30%	3,90%	5,40%	6,20%
PROYECCIÓN INFRAESTRUCTURA	2,34%	1,96%	1,97%	3,10%	0,80%	0,40%	2,00%	6,50%	10,40%	10,95%
PROYECCIÓN INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN	1,89%	1,67%	1,48%	2,53%	1,00%	0,50%	0,90%	5,70%	8,70%	9,35%

**DATOS HISTÓRICOS OBSERVADOS POR LA CChC

Supuestos:

- Estimaciones bajo media móvil 3 según informes mach 40-42 de la Cámara Chilena de la Construcción.
- Para el periodo 30/06/2015, se tomó el 2015E/2 el cual se dividió en dos, representando este el semestre.
- No se utilizaron los datos en UF a fin de utilizar tasas de crecimientos corregidas.

3.2. Análisis de costos de operación

Las operaciones de la sociedad Besalco S.A, se distribuyen en diferentes rubros ligadas al sector industrial de la construcción en Chile, tales como: Obras Civiles y Construcción, Servicios de Maquinarias y Proyectos de Inversión.

Las estructuras de los rubros clasifican a los costos de operación en los estados resultados integrales consolidados bajo 3 grandes categorías, costos de ventas, gastos de administración y costos financieros constituyendo estas los costos operacionales de la empresa.

a) Costo de Ventas:

Bajo la estructura de costos de Besalco S.A y sus Filiales el ítem “Costos de Venta” representa un 91% del costo de operación en función de los ingresos ordinarios. Este ítem es el más significativo dentro del resultado de la empresa, debido a que la estructura de los costos de operación en este negocio se reconoce en el momento en que se incurre en ellos. Cabe destacar que son parte del costo los costos de materiales directos y, en su caso, los costos de mano de obra, los costos indirectos, incluida la depreciación, incurridos para transformar los materiales en productos terminados y los gastos generales incurridos al trasladar los inventarios a su ubicación y condiciones actuales.

La empresa registra en sus ingresos de explotación la venta de derechos de sepultación. De lo anterior, la amortización del activo intangible se reconoce como costo de ventas.

COSTO DE VENTAS					
VALOR UF	24.982,96	24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
ANALISIS DE COSTOS OPERACIÓN	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Costo de Ventas DIRECTOS	-6.199.565	-11.466.267	- 14.722.467	- 13.961.255	-11.814.049
Depreciación Propiedades Plantas y Equipos	-383.300	- 732.022	- 859.491	- 969.599	- 837.982
Depreciación Propiedades de Inversión	- 751	- 1.524	- 1.610	0	0
Amortización	- 19.301	- 45.832	- 41.942	- 35.681	-22.178
Costo de Ventas	- 6.602.917	-12.245.646	-15.625.510	- 14.966.534	-12.674.209
Composición (Costos/Ingresos)	89%	95%	93%	89%	88%

b) Gastos de Administración:

Besalco S.A registra en esta cuenta los gastos en los que incurre para dirigir y administrar su negocio, estos representan un 4.66% en relación a los ingresos de actividades ordinarias. Dentro de los componentes de esta partida, se consideran los siguientes:

- Sueldos y salarios, y otros beneficios
- Gastos por obligación por otros beneficios
- Otros gastos de personal
- La amortización de las licencias para programas informáticos adquiridas, se capitalizan sobre la base de los costos que se ha incurrido para adquirirlas y prepararlas para usar el programa específico. Estos costos se amortizan durante sus vidas útiles estimadas o el período de las licencias (el menor).
- Programas Informáticos
- Relaciones con Clientes
- "Activos Intangibles por Derechos de Concesión y otros"

GASTOS DE ADMINISTRACIÓN					
VALOR UF	24.982,96	24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Gastos de Administración	-334.753	-623.363	-747.944	-729.873	-565.876
Amortización Intangibles Nota 15	-19.301	-45.832	-41.942	-35.681	-22.178
Gastos de Administración	-354.054	-669.196	-789.886	-765.554	-588.054
Composición gastos (Administración/Ingresos)	4,80%	5,20%	4,69%	4,53%	4,08%

c) Costos Financieros:

Los Costos Financieros representan un 1.95% en relación a los ingresos de actividades ordinarias de la empresa. En esta partida se registran intereses por préstamos o financiamientos, saneamiento de descuentos en las provisiones, cambios en el valor razonable de los activos financieros, pérdidas por deterioro reconocidas en los activos financieros y pérdidas en instrumentos de cobertura. Finalmente, la composición de los costos financieros se desglosa a continuación:

- Intereses por Préstamos Bancarios.
- Intereses por Obligaciones con el Público (Pagarés).
- Intereses por Leasing Financiero.
- Intereses por Otros Instrumentos Financieros.

GASTOS FINANCIEROS					
VALOR UF	24.982,96	24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
GASTOS FINANCIEROS	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Costos Financieros	-212.689	-310.352	-235.830	-249.248	-228.453
Composición gastos (Administración/Ingresos)	2,90%	2,40%	1,40%	1,50%	1,60%

3.3. Análisis de cuentas no operacionales

Las cuentas no operacionales, son el resultado de cuentas de carácter recurrente pero no perteneciente al negocio principal. Esta partida representa un 1.71% sobre los ingresos ordinarios. Tras su análisis se observa que las siguientes cuentas no operacionales de los Estados Consolidados de Resultados son de carácter recurrente en el período comprendido entre 2011 y junio 2015.

a) Otras Ganancias (Pérdidas): Este rubro está compuesto por:

- Utilidad (pérdida) en venta de Activos no Corrientes.
- Otras ganancias/(pérdidas).

El resultado que es registrado en los Estados Consolidados de Resultados, corresponde a la utilidad o pérdida determinada por la diferencia entre el monto obtenido de la venta o retiro de un elemento de propiedades, plantas y equipos y el valor libro del elemento. El resultado neto se reconoce dentro de “otras ganancias (pérdidas)” en el estado de resultados integrales.

b) Ingresos Financieros: El cual se encuentra compuestos por:

- Ingresos por intereses en fondos invertidos.
- Ingresos por dividendos.
- Ganancias por la venta de activos financieros disponibles para la venta.
- Cambios en el valor razonable de los activos financieros al valor razonable con cambios en resultados.
- Ganancias en instrumentos de cobertura que son reconocidos en resultados integrales.

c) Diferencias de Cambio: Este componente está determinado por la liquidación de operaciones en moneda extranjera, así como con la en la valorización de los activos y pasivos monetarios en moneda extranjera.

d) Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados Utilizando el Método de la Participación

e) Resultados por Unidades de Reajuste: Refleja los cambios provocados en el valor de los activos por consecuencia de la variación de las medidas de reajuste. Las medidas de reajustes consideradas son:

- Índice de Precios al Consumidor (IPC).
- Unidad de Fomento (UF)
- Unidad Tributaria Mensual (UTM).

A continuación se presenta el resultado del rubro en UF.

CUENTAS NO OPERACIONALES					
VALOR UF	24.982,96	24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
ANALISIS DE COSTOS OPERACIÓN	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Otras Ganancias (Pérdidas)	95.653	-112.993	8.483	18.242	70.830
Ingresos Financieros	22.773	18.563	47.499	60.506	52.774
Diferencias de Cambio	-5.399	18.028	-54.654	40.884	-45.791
Resultado por Unidades Reajuste	-73.755	-257.787	-44.128	-53.187	-8.744
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados Utilizando Método de la Participación	12.488	24.829	218.443	234.905	308.767
CUENTAS NO OPERACIONALES	51.759	-309.359	175.643	301.350	377.836
Composición (Costos/Ingresos)	0,70%	2,41%	1,04%	1,78%	2,62%

3.4. Análisis de activos

De acuerdo a la información obtenida de los resultados integrales de la empresa para el 2015 Junio. El análisis de activos se clasifica de acuerdo a su composición operacional y no operacional, a ello, se adiciona la composición de cada uno de los activos presentados.

a) Análisis Activos Corrientes

CLASIFICACIÓN ACTIVOS CORRIENTES			
Estados de Situación Financiera Consolidados	Nota EE.FF	Composición del Rubro	Clasificación
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	Nota 8	Efectivo en Caja	Operacionales
		SalDOS en Bancos	
		Depósitos a Plazo	
		Fondos Mutuos	
		Operaciones con Pactos de Retroventa	
Otros Activos Financieros	Nota 38	Inversiones en fondos mutuos	No Operacionales
		Derivados	
Otros Activos No financieros	Nota 9	Garantías de Arriendos	Operacionales
		Terrenos	
		Seguros	
		Gastos Pagados por Anticipado	
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	Nota 10	Deudores comerciales	Operacionales
		Estados de pago presentados y en preparación	
		Otras cuentas por cobrar	
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	Nota 11	Sin Información sobre la composición del Rubor	No Operacionales
Inventarios	Nota 12	Terrenos	Operacionales
		Trabajos en curso	
		Bienes terminados	
		Materiales	
		Otros inventarios	
Activos por Impuestos Corrientes	Nota 13	Pagos Provisionales Mensuales	Operacionales
		Créditos por Adquisición de Propiedades Plantas y Equipos	
		Crédito Fiscal por Gasto de Capacitación	
		Provisión Impuesto a la Renta	
		Créditos por Recuperar	
		Impuesto al Petróleo (Ley 18.502)	
		Créditos Fiscales	
		Otros	

b) Análisis Activos no Corrientes

CLASIFICACIÓN ACTIVOS NO CORRIENTES			
Estados de Situación Financiera Consolidados	Nota EE.FF	Composición del Rubro	Clasificación
Otros Activos No Financieros	Nota 9	Garantías de Arriendos	Operacionales
		Terrenos	
		Seguros	
		Gastos Pagados por Anticipado	
Cuentas por Cobrar No Corrientes	Nota 10	Deudores comerciales	Operacionales
		Estados de pago presentados y en preparación	
		Otras cuentas por cobrar	
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	Nota 11	Sin Información sobre la composición del Rubro	No Operacionales
Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación	Nota 14	Sin Información sobre la composición del Rubro	No Operacionales
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	Nota 15	Programas Informáticos	Operacionales
		Derechos de Aguas	
		Marcas	
		Relaciones con Clientes	
		Activos Intangibles por Derechos de Concesión y otros	
Plusvalía	Nota 16	Compra 68% Servicios Aéreos Kipreos S.A. y Kipreos Ingenieros S.A.	Operacionales
Propiedades, Plantas y Equipos	Nota 17	Construcciones en Curso	Operacionales
		Construcciones y Edificios	
		Equipamiento de Tecnologías de la Información	
		Instalaciones Fijas y Accesorios	
		Plantas y Equipos	
		Terrenos	
		Vehículos de Motor	
Otros			
Propiedades de Inversión	Nota 18	Adiciones	Operacionales
		Desapropiaciones	
		Gasto por depreciación del periodo	
		Gasto por depreciación acumulado al inicio del periodo	
Activos por Impuestos Diferidos	Nota 19	Recuperación de Deterioro	Operacionales
		Provisiones	
		Propiedades, Plantas y Equipos	
		Activos Intangibles	
		Obligaciones por Arrendamiento Financiero	
		Pérdidas Tributarias	
Otros			

CAPITULO IV: PROYECCIÓN DE LOS EERR 2015E-2018E

4.1. Proyección de ingresos de operación

Teniendo en cuenta que la industria en la que se desarrolla la empresa en estudio, es el sector de la Construcción es que nos basaremos en las tasas de crecimiento históricas según lo informado en las proyecciones del informe MACH42 de la Cámara Chilena de la Construcción.

A continuación, se proyectan los ingresos de operación según su clasificación por rubro; obras civiles, inmobiliarios, concesiones, servicios de maquinaria, proyectos de inversión. En base a la información proyectada del informe MACH42 de la Cámara Chilena de la Construcción.

a) Proyecciones de la industria:

Tomando como base la información del MACH42 de la CChC, se proyectan las tasas de crecimiento para los años 2015E al 2019E, en base a una media móvil 3. De lo anterior se registran los siguientes resultados clasificados por rubro:

PROYECCIÓN INVERSIÓN EN LA CONSTRUCCIÓN DESAGREGADA % VARIACIÓN ANUAL CChC										
TASAS DE CRECIMIENTO INDUSTRIA POR SECTOR	MEDIA MOVIL 3 ANUAL					DATOS HISTORICOS OBSERVADOS POR LA CChC				
	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30-06-2015E	2014	2013	2012	2011
PROYECCIÓN INMOBILIARIO	1,10%	1,25%	0,61%	1,43%	1,70%	0,85%	-1,30%	3,90%	5,40%	6,20%
INFRAESTRUCTURA	2,34%	1,96%	1,97%	3,10%	0,80%	0,40%	2,00%	6,50%	10,40%	10,95%
INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN	1,89%	1,67%	1,48%	2,53%	1,00%	0,50%	0,90%	5,70%	8,70%	9,35%

b) Proyecciones ingresos de operación:

Para la proyección de los ingresos de operación en función de la proyección de datos de la CChC, se utilizan los siguientes supuestos:

Supuestos:

- Proyección de Obras civiles en función de infraestructura
- Proyección de Inmobiliario en función de proyección inmobiliaria
- Proyección de Concesiones, se mantiene histórico 2014-2013
- Proyección de "Servicios de maquinaria en función de inversión en construcción. Debido a que el dato se encuentra disperso en su histórico, se toma como base el doble de 30/06/2015 para el 2015E y luego es proyectado en función de inversión en construcción, ya que el movimiento de dicha actividad está ligada en función de los proyectos a realizar (inversión país)."
- Proyectos de inversión en función de inversión en construcción.
- Los valores son corregidos por UF para hacerlos comparables, tomando como base el valor UF observado al 30/06/2015, registrado en SII fue de \$24.982,96 pesos.

PROYECCION INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS UF BESALCO S.A									
UF	24.982,96					24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
PARTIDA	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	2014	2013	2012	2011
Obras Civiles	7.563.354	7.390.365	7.248.614	7.108.808	6.895.061	6.939.180	9.330.383	9.592.267	7.979.281
Inmobiliario	2.013.057	1.991.203	1.966.656	1.954.710	1.927.089	1.922.257	2.415.546	1.633.844	1.554.154
Concesiones	0	0	0	0	0	0	0	58.292	136.752
Servicio de Maquinaria	3.013.302	2.957.296	2.908.710	2.866.351	2.795.531	3.772.535	4.894.856	5.036.050	4.332.242
Proyecto de Inversión	243.909	239.376	235.443	232.014	226.282	227.279	189.260	573.875	423.526
INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS	12.833.622	12.578.239	12.359.423	12.161.884	11.843.963	12.861.251	16.830.045	16.894.329	14.425.955
TASA DE CRECIMIENTO REAL (Corregida por UF)	2,01%	1,75%	1,61%	2,65%	-8,24%	-26,89%	-0,38%	15,79%	

Considerando la información descrita se estima que la tasa de crecimiento promedio entre el 2015E y el 2019E sea de un -0.22%, expectativa corregida por UF (en términos reales).

4.2. Proyección de costos de operación

Al analizar los antecedentes se detalla a continuación el desglose de los gastos de operación utilizando como base para la proyección la información del año 2013. Los valores se presentan en UF.

a) Costos de operación

Supuestos costos de operación:

- La proyección es realizada fijando el valor de la UF al día 31/06/2015, la cual registro un de 24.982,96 pesos.
- Para la estimación del costo de ventas se utilizó la información referida en los ingresos de operación como proyección de crecimiento de actividades ordinarias. La composición de esta partida representa un 91% de los ingresos ordinarios, en función histórica. Dada la tasa descrita se procede a proyectar en UF la partida de costos de operacionales.
- La empresa reconoce Depreciación Propiedades Plantas y Equipos, Depreciación Propiedades de Inversión, Amortización como costos de operación. De la partida señalada dichos costos se suponen fijos y constantes para el 2015E al 2019E. Se considera como valor de referencia el 30/06/2015 el cual, se duplico para estimar la base para el año 2015E.

PROYECCIÓN COSTO DE VENTAS										
VALOR UF	24.982,96					24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03	
ANÁLISIS DE COSTO DE OPERACIÓN	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Costo de Ventas DIRECTOS	-10.845.876	-10.613.996	-10.415.316	-10.235.956	-9.947.293	-6.199.565	-11.466.267	-14.722.467	-13.961.255	-11.814.049
Depreciación Propiedades Plantas y Equipos	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-383.300	-732.022	-859.491	-969.599	-837.982
Depreciación Propiedades de Inversión	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-751	-1.524	-1.610	0	0
AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES NOTA 15	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-19.301	-45.832	-41.942	-35.681	-22.178
Costo de Ventas	-11.652.581	-11.420.700	-11.222.021	-11.042.661	-10.753.997	-6.602.917	-12.245.646	-15.625.510	-14.966.534	-12.674.209
Composición (Costos/ingresos)	91%	91%	91%	91%	91%	89%	95%	93%	89%	88%
PROMEDIO (Costos/ingresos)	91%									

b) Gastos de administración

Los gastos de administración representan un 4,66% en función de los ingresos ordinarios. Con la base señalada se procede a estimar la partida al 2019E.

PROYECCIÓN GASTOS DE ADMINISTRACIÓN										
VALOR UF	24982,96					24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03	
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Gastos de Administración	-559.509	-547.607	-537.409	-528.202	-513.386	-334.753	-623.364	-747.944	-729.873	-565.876
AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES NOTA 15	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-19.301	-45.832	-41.942	-35.681	-22.178
Gastos de Administración	-598.111	-586.209	-576.011	-566.804	-551.988	-354.054	-669.196	-789.886	-765.554	-588.054
Composición gastos (administración/ingresos)	4,66%	4,66%	4,66%	4,66%	4,66%	4,80%	5,20%	4,69%	4,53%	4,08%
Promedio gastos (administración/ingresos)	4,66%									

c) Gastos financieros

Proyectados en función de los ingresos ordinarios, los gastos financieros representan un 1.95% de la partida de ingresos de ordinarios, con ello, en función de los ingresos ordinarios se proyecta la partida al año 2019E.

PROYECCIÓN GASTOS FINANCIEROS										
VALOR UF	24982,96						24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
GATOS FINANCIEROS	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Costos Financieros	-250.402	-245.419	-241.149	-237.295	-231.092	-212.689	-310.352	-235.830	-249.248	-228.453
Composición gastos (administración/ingresos)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,9%	2,4%	1,4%	1,5%	1,6%
Promedio gastos (administración/ingresos)	1,95%									

4.3. Proyección del resultado no operacional

Al analizar los antecedentes se detalla a continuación el desglose del resultado no operacional. Dichas cuentas son el resultado de cuentas de carácter recurrente pero no perteneciente al negocio principal. Esta partida representa un 1.71% sobre los ingresos ordinarios. Debido al bajo componente que representa esta partida y la escasa información otorgada por la empresa se utilizan los siguientes supuestos para todas las partidas señaladas.

Supuestos:

- Para la proyección del resultado no operacional se duplican para 30/06/2015 y suponen fijos a partir del 2015E al 2019E.
- La proyección es realizada fijando el valor de la UF al día 31/06/2015, la cual registro un valor de 24.982,96 pesos.

PROYECCIÓN CUENTAS NO OPERACIONALES										
VALOR UF	24982,96						24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
CUENTAS NO OPERACIONALES	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Otras Ganancias (Pérdidas)	191.305	191.305	191.305	191.305	191.305	95.653	-112.993	8.483	18.242	70.830
Ingresos Financieros	45.546	45.546	45.546	45.546	45.546	22.773	18.563	47.499	60.506	52.774
Diferencias de Cambio	-10.799	-10.799	-10.799	-10.799	-10.799	-5.399	18.028	-54.654	40.884	-45.791
Resultados por Unidades de Reajuste	-147.511	-147.511	-147.511	-147.511	-147.511	-73.755	-257.787	-44.128	-53.187	-8.744
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados Utilizando el Método de la Participación	24.976	24.976	24.976	24.976	24.976	12.488	24.829	218.443	234.905	308.767
CUENTAS NO OPERACIONALES	103.518	103.518	103.518	103.518	103.518	51.759	-309.359	175.643	301.350	377.836
Composición (Costos/ingresos)	0,81%	0,82%	0,84%	0,85%	0,87%	0,70%	2,41%	1,04%	1,78%	2,62%
Promedio (Costos/ingresos)	1,71%									

4.4. Resultado antes de impuestos

En base a los antecedentes proyectados de ingresos ordinarios, costos de operación, y resultado no operacional detalla a continuación el desglose que da como resultado la ganancia antes de impuestos. Los valores se presentan en UF.

- La proyección es realizada fijando el valor de la UF al día 31/06/2015, la cual registro un de 24982,96 pesos.

PROYECCIÓN EERR 2011-2019E BESALCO S.A VALORES EN UF										
PARTIDA	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS	12.833.622	12.578.239	12.359.423	12.161.884	11.843.963	7.378.887	12.861.251	16.830.045	16.894.329	14.425.955
Costo de Ventas DIRECTOS	-10.845.876	-10.613.996	-10.415.316	-10.235.956	-9.947.293	-6.199.565	-11.466.267	-14.722.467	-13.961.255	-11.814.049
Depreciación Propiedades Plantas y Equipos	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-383.300	-732.022	-859.491	-969.599	-837.982
Depreciación Propiedades de Inversión	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-751	-1.524	-1.610	0	0
AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES NOTA 15	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-19.301	-45.832	-41.942	-35.681	-22.178
COSTOS DE VENTAS	-11.652.581	-11.420.700	-11.222.021	-11.042.661	-10.753.997	-6.602.917	-12.245.646	-15.625.510	-14.966.534	-12.674.209
Ganancia Bruta	1.181.041	1.157.539	1.137.402	1.119.223	1.089.966	775.970	615.606	1.204.535	1.927.795	1.751.745
Gastos de Administración	-598.111	-586.209	-576.011	-566.804	-551.988	-354.054	-669.196	-789.886	-765.554	-588.054
Otras Ganancias (Pérdidas)	191.305	191.305	191.305	191.305	191.305	95.653	-112.993	8.483	18.242	70.830
Ingresos Financieros	45.546	45.546	45.546	45.546	45.546	22.773	18.563	47.499	60.506	52.774
Costos Financieros	-250.402	-245.419	-241.149	-237.295	-231.092	-212.689	-310.352	-235.830	-249.248	-228.453
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados Utilizando el Método de la Participación	24.976	24.976	24.976	24.976	24.976	12.488	24.829	218.443	234.905	308.767
Diferencias de Cambio	-10.799	-10.799	-10.799	-10.799	-10.799	-5.399	18.028	-54.654	40.884	-45.791
Resultados por Unidades de Reajuste	-147.511	-147.511	-147.511	-147.511	-147.511	-73.755	-257.787	-44.128	-53.187	-8.744
Resultado Antes de Impuesto	436.046	429.429	423.760	418.641	410.404	260.986	-673.301	354.461	1.214.343	1.313.074

4.5. Pago de impuestos y ganancia o pérdida

En base a los antecedentes proyectados del resultado antes de impuestos se procede a calcular los impuestos y la ganancia o pérdida del ejercicio según el año de ejercicio. Los valores se presentan en UF.

Supuestos pago de impuestos:

- La proyección es realizada fijando el valor de la UF al día 31/06/2015, la cual registro un valor de 24.982,96 pesos.
- Se utiliza como base un 20% de pago de impuestos constante para los años 2015E-2019E.

PROYECCIÓN EERR 2011-2019E BESALCO S.A VALORES EN UF										
PARTIDA	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Resultado Antes de Impuesto	436.046	429.429	423.760	418.641	410.404	260.986	-673.301	354.461	1.214.343	1.313.074
Beneficio (gasto) por Impuesto a las Ganancias	-87.209	-85.886	-84.752	-83.728	-82.081	-16.302	195.229	7.393	-204.317	-173.581
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Continuas	348.837	343.543	339.008	334.913	328.323	244.684	-478.072	361.854	1.010.027	1.139.493
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Discontinuas	0	0	0	0	0	0	89.088	255.758	401.752	0
Ganancia	348.837	343.543	339.008	334.913	328.323	244.684	-388.983	617.612	1.411.779	1.139.493

4.6 EERR proyectado

En base a los antecedentes estudiados se proyecta el EERR para los años 2015E-2019E. Los valores se presentan en UF.

Supuestos utilizados:

- Tomando como base la información del MACH42 de la CChC, se proyectan las tasas de crecimiento para los años 2015E al 2019E, en base a una media móvil 3. De lo anterior se registran los siguientes resultados clasificados por rubro:
- Proyección de Obras civiles en función de infraestructura
- Proyección de Inmobiliario en función de proyección inmobiliaria
- Proyección de Concesiones, se mantiene histórico 2014-2013
- Proyección de "Servicios de maquinaria en función de inversión en construcción. Debido a que el dato se encuentra disperso en su histórico, se toma como base el doble de 30/06/2015 para el 2015E y luego es proyectado en función de

inversión en construcción, ya que el movimiento de dicha actividad está ligada en función de los proyectos a realizar (inversión país)."

- Proyectos de inversión en función de inversión en construcción.
- Para la estimación del costo de ventas se utilizó la información referida en los ingresos de operación como proyección de crecimiento de actividades ordinarias. La composición de esta partida representa un 91% de los ingresos ordinarios, en función histórica. Dada la tasa anteriormente descrita se procede a proyectar en UF la partida de costos de operación.
- La empresa reconoce Depreciación Propiedades Plantas y Equipos, Depreciación Propiedades de Inversión, Amortización como costos de operación. De la partida descrita dichos costos se suponen fijos y constantes para el 2015E al 2019E. Se considera como valor de referencia el 30/06/2015 y duplico para tener como base el 2015E.
- Proyectados en función de los ingresos ordinarios, gastos de administración representan un 4.66% de la partida de ingresos de ordinarios.
- Proyectados en función de los ingresos ordinarios, los gastos financieros representan un 1.95% de la partida de ingresos de ordinarios.
- Para la proyección del resultado no operacional se duplican para 30/06/2015 y suponen fijos a partir del 2015E al 2019E.
- Se utiliza como base un 20% de pago de impuestos constante para los años 2015-2019.
- La proyección es realizada fijando el valor de la UF al día 31/06/2015, la cual registro un de 24982,96 pesos.
- La partida Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Discontinuas se proyectó 0 y constante a partir del 30/06/2015

De lo anterior, a continuación se estructura el EERR histórico y proyectados, valores expresados en UF.

PROYECCIÓN EERR 2011-2019E BESALCO S.A VALORES EN UF										
PARTIDA	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS	12.833.622	12.578.239	12.359.423	12.161.884	11.843.963	7.378.887	12.861.251	16.830.045	16.894.329	14.425.955
Costo de Ventas DIRECTOS	-10.845.876	-10.613.996	-10.415.316	-10.235.956	-9.947.293	-6.199.565	-11.466.267	-14.722.467	-13.961.255	-11.814.049
Depreciación Propiedades Plantas y Equipos	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-383.300	-732.022	-859.491	-969.599	-837.982
Depreciación Propiedades de Inversión	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-751	-1.524	-1.610	0	0
AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES NOTA 15	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-19.301	-45.832	-41.942	-35.681	-22.178
COSTOS DE VENTAS	-11.652.581	-11.420.700	-11.222.021	-11.042.661	-10.753.997	-6.602.917	-12.245.646	-15.625.510	-14.966.534	-12.674.209
Ganancia Bruta	1.181.041	1.157.539	1.137.402	1.119.223	1.089.966	775.970	615.606	1.204.535	1.927.795	1.751.745
Gastos de Administración	-598.111	-586.209	-576.011	-566.804	-551.988	-354.054	-669.196	-789.886	-765.554	-588.054
Otras Ganancias (Pérdidas)	191.305	191.305	191.305	191.305	191.305	95.653	-112.993	8.483	18.242	70.830
Ingresos Financieros	45.546	45.546	45.546	45.546	45.546	22.773	18.563	47.499	60.506	52.774
Costos Financieros	-250.402	-245.419	-241.149	-237.295	-231.092	-212.689	-310.352	-235.830	-249.248	-228.453
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados Utilizando el Método de la Participación	24.976	24.976	24.976	24.976	24.976	12.488	24.829	218.443	234.905	308.767
Diferencias de Cambio	-10.799	-10.799	-10.799	-10.799	-10.799	-5.399	18.028	-54.654	40.884	-45.791
Resultados por Unidades de Reajuste	-147.511	-147.511	-147.511	-147.511	-147.511	-73.755	-257.787	-44.128	-53.187	-8.744
Resultado Antes de Impuesto	436.046	429.429	423.760	418.641	410.404	260.986	-673.301	354.461	1.214.343	1.313.074
Beneficio (gasto) por Impuesto a las Ganancias	-87.209	-85.886	-84.752	-83.728	-82.081	-16.302	195.229	7.393	-204.317	-173.581
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Continuas	348.837	343.543	339.008	334.913	328.323	244.684	-478.072	361.854	1.010.027	1.139.493
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Discontinuas	0	0	0	0	0	0	89.088	255.758	401.752	0
Ganancia	348.837	343.543	339.008	334.913	328.323	244.684	-388.983	617.612	1.411.779	1.139.493

CAPITULO V: PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE

5.1. EERR AJUSTADO

En base a la proyección realizada es necesario incorporar ciertos ajustes para obtener el Flujo de caja Libre, con ello se presenta la siguiente partida:

5.2. AJUSTE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

Los ajustes por depreciación y amortización para el ejercicio anterior han sido determinado bajo los siguientes supuestos:

- Se duplico el valor contenido en las partidas de depreciación y amortización para el 30 de Junio del 2015, con ello, se construye la partida para el 2015E.
- Se mantiene constante la depreciación y amortización para los periodos comprendidos entre el 2015E y el 2018E.

De lo anterior, la partida señalada se lista a continuación:

DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN UF 2019E-2015E						
PARTIDA	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30-06-2015
Depreciación Propiedades Plantas y Equipos	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-383.300
Depreciación Propiedades de Inversión	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-751
Amortización	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-19.301
Depreciación, amortización	-806.704	-806.704	-806.704	-806.704	-806.704	-403.352

5.3. INVERSIÓN DE REPOSICIÓN

La inversión por reposición se determina a partir del 100% de la depreciación y amortización de las siguientes partidas:

- Depreciación Propiedades Planta y Equipos
- Depreciación Propiedades de Inversión
- Amortización Programas Informáticos
- La Amortización Relaciones con Cliente, no se considera como "Inversión en Reposición" debido a que estos corresponden a derechos de sepultación, es decir compromisos futuros adquiridos con los clientes y no inversión en nuevos proyectos que pueden generar flujos futuros para la compañía.
- La Amortización Intangibles por Derechos de Concesión y otros, no se considera como "Inversión en Reposición" debido a que ésta es reconocida en resultados integrales en base al flujo de tránsito en el caso de los derechos concesionados de carreteras y en forma lineal para los estacionamientos durante la vida útil de los activos intangibles.

Finalmente se utiliza como supuesto, que el 100% de la inversión por reposición será igual al valor de la depreciación de las Propiedades, Planta y Equipos y la Inversión, más la Amortización.

INVERSIÓN REPOSICIÓN UF 2019E-2015E						
	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30-06-2015
Depreciación Propiedades Plantas y Equipos	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-766.600	-383.300
Depreciación Propiedades de Inversión	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-1.502	-751
Amortización	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-38.602	-19.301
INVERSIÓN DE REPOSICIÓN	-806.704	-806.704	-806.704	-806.704	-806.704	-403.352

5.4. NUEVAS INVERSIONES

Las nuevas inversiones se determinaron a partir de la relación histórica entre ingresos operacionales, y la partida propiedades plantas y equipos que representa principalmente la inversión.

La función señalada arroja que el 32.32% de la inversión es explicada por los ingresos operacionales comprendidos entre el 2011 y el 2014, por tanto dicho factor se utilizó a partir de la proyección de ingresos para la empresa 2015E-2019E.

Adicional a ello, se determinaron los siguientes supuestos a fin de mantener una proyección conservadora:

- Dado el alto desembolso del 30 Jun del 2015, se mantiene constante para el 2014E, explicado por el aumento de contratos durante este periodo.
- Propiedades plantas y equipos para el 2015E al 2019E, se proyecta en función de del promedio inversión/ingreso históricos.
- Considerando que los ingresos de actividades ordinarias no se comportan de forma creciente, por tanto, ante una disminución proyectada de los ingresos, por formula el valor de nuevas inversiones resulta negativo. Las inversiones históricas vienen dadas en parte importante por operaciones leasing, las cuales podrían ejercer una disminución de las nuevas inversiones, presentándose así una inversión negativa donde la empresa puede o no cerrar los contratos. En dicho caso para mantener un criterio conservador se determinó este valor en 0 ante una inversión negativa, dado por una disminución de los ingresos de actividades ordinarias.
- La inversión nueva se determina por la diferencia (t1-t) del valor estimado en propiedades plantas y equipos.

De lo anterior se construye el siguiente cuadro:

NUEVAS INVERSIONES UF 2019E-2015E						
PARTIDA	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30-06-2015
INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS	12.833.622	12.578.239	12.359.423	12.161.884	11.843.963	7.378.887
Propiedades, Plantas y Equipos	4.276.626	4.191.523	4.118.605	4.052.778	3.946.835	7.217.111
PROM INVERSIÓN/INGRESOS 2011-2015	33,32%					
INVERSIÓN NUEVA	85.103	72.918	65.827	105.943	170.490	3.440.765

5.5. INVERSIÓN CAPITAL DE TRABAJO

La inversión de capital de trabajo es calculada en producto de la inyección de capital de capital de trabajo adicional cada vez que aumentan las ventas, o a retirar capital de trabajo cuando hay disminución en las ventas. Dado lo anterior, dicho valor puede tomar valores positivos y negativos.

El capital de trabajo se calcula mediante la siguiente formula:

$$\text{INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO} = \text{RCTON} \times (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

Supuestos:

- Para los años de la proyección de flujos de caja se debe estimar sólo el incremento o recuperación de capital de trabajo de la siguiente
- Para el 2015E se determina en una partida futura el déficit o exceso del capital de trabajo.

Para determinar el capital de trabajo se consideró en función de su diferencia histórica de las cuentas de activo corriente – cuentas de pasivo corriente, dicha diferencia en función de los ingresos de actividades ordinarias. Con ello se construye el siguiente cuadro:

CAPITAL DE TRABAJO HISTÓRICO 30 JUN 2015 - 2011 UF					
PARTIDA	30-06-2015	2014	2013	2012	2011
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Otros Activos Financieros CORRIENTES	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Otros Activos Financieros NO CORRIENTES	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	5.950.932	5.280.473	6.034.269	4.622.028	4.042.982
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	491.275	1.530.398	434.938	498.823	719.108
Inventarios	5.075.692	4.517.872	3.310.173	3.168.519	2.953.873
Activos por Impuestos Corrientes	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CUENTAS ACTIVO CORRIENTE	11.517.899	11.328.743	9.779.380	8.289.371	7.715.962
Otros pasivos financieros corrientes	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2.573.766	2.324.845	2.807.788	2.572.665	2.470.543
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	442.399	534.271	284.118	394.913	665.576
Otras provisiones a corto plazo	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Pasivos por Impuestos corrientes	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Otros pasivos no financieros corrientes	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CUENTAS PASIVO CORRIENTE	3.016.165	2.859.116	3.091.906	2.967.578	3.136.119
CTON ACTIVO CORRIENTE -PASIVO CORRIENTE	8.501.734	8.469.628	6.687.473	5.321.793	4.579.843
Ingresos de Actividades Ordinarias	7.378.887	12.861.251	16.830.045	16.894.329	14.425.955
(RCTON) = CTON/VENTAS.	115%	66%	40%	32%	32%
RCTON (días de ventas)	415	237	143	113	114
Promedio RTON (días ventas)	205				
(RCTON)PROM 2015JUN-2011	57%				

Considerando la ejecución histórica del capital de trabajo neto, se proyecta en función de los ingresos de actividades ordinarias la inyección o retiro de capital de trabajo para el 2015E al 2019E.

CTON PROYECTADO 30 JUN 2015E - 2019E UF							
PARTIDA	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30-06-2015	2014
Ingresos de Actividades Ordinarias	12.833.622	12.578.239	12.359.423	12.161.884	11.843.963	7.378.887	12.861.251
INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO +/-	145.085	124.311	112.223	180.613	-577.930	538.715	

5.6. EXCESO O DÉFICIT CAPITAL DE TRABAJO

Para el cálculo del déficit o exceso de capital de trabajo, se tomaron los ingresos de actividades ordinarias estimados al 30/06/2015 en base 360 días por tanto se duplicaron en 2015*.

DÉFICIT O EXCESO CTON					
PARTIDA	30-06-2015	2014	2013	2012	2011
CTON	8.501.734	8.469.628	6.687.473	5.321.793	4.579.843
Ingresos de actividades ordinarias	7.378.887	12.861.251	16.830.045	16.894.329	14.425.955
CTON/VENTAS (%)	115%	66%	40%	32%	32%
(RCTON)PROM 2015JUN-2011	57%				
RCTON (días de ventas)	415	237	143	113	114
Promedio RTON (días ventas)	205				

Finalmente 2015* dividido en base 360 días, y a su vez multiplicado por el promedio RCTON histórico estimado, presenta un exceso de capital de trabajo entre el gasto realizado y la estimación de 1.773.087 UF. Se detalla el cálculo a continuación:

Exceso CTON 2015E	
Déficit o exceso CTON	2015E
Ingresos Proyectados Actividades Ordinarias	11.843.963
Ingresos/360	32.900
(ingresos/360) x Promedio RTON	6.728.648
CTON 2015JUN	8.501.734
Exceso CTON	1.773.087

5.7. ACTIVOS PRESCINDIBLES

En el cuadro a continuación se determinan los activos prescindibles de la empresa al 30/06/2015.

ACTIVOS PRESCINDIBLES UF					
VALOR UF	24.982,96	24.627,10	23.309,56	22.840,75	22.294,03
Cuentas NO OPERACIONALES	30/06/2015	2014	2013	2012	2011
Otras Ganancias (Pérdidas)	95.653	-112.993	8.483	18.242	70.830
Ingresos Financieros	22.773	18.563	47.499	60.506	52.774
Diferencias de Cambio	-5.399	18.028	-54.654	40.884	-45.791
Resultados por Unidades de Reajuste	-73.755	-257.787	-44.128	-53.187	-8.744
Beneficio (gasto) por Impuesto a las Ganancias	12.488	24.829	218.443	234.905	308.767
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	491.275	1.530.398	434.938	498.823	719.108
Activos por Impuestos Corrientes	629.899	602.604	697.559	549.438	436.060
Inversiones Contabilizadas utilizando el Método de la Participación	1.076.630	1.146.989	1.341.701	1.265.993	1.273.255
Activos por Impuestos Diferidos	1.101.291	925.423	428.465	892.335	947.907
ACTIVOS PRESCINDIBLES UF	3.350.854	3.896.054	3.078.306	3.507.939	3.754.166

5.8. DEUDA FINANCIERA

La deuda financiera se determinó en el capítulo 1, la cual está compuesta por las siguientes partidas:

DEUDA FINANCIERA UF					
CUENTA	30-06-2015	2014	2013	2012	2011
+ Otros Pasivos Financieros CORRIENTES	5.066.580	5.052.528	4.118.438	2.012.128	2.246.335
+ Otros Pasivos Financieros NO CORRIENTES	7.286.033	4.755.998	5.240.185	3.691.090	3.544.390
= DEUDA FINANCIERA	12.352.613	9.808.526	9.358.623	5.703.218	5.790.725

Por tanto la deuda financiera presentada por la empresa el 30/06/2015 es de 12.352.613 de UF, la cual, será descontada del cálculo del valor de patrimonio de la empresa.

5.9. FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Dado los antecedentes descritos se procede a determinar el flujo de caja libre entre el 30/06/2015 y el 2020E implícito, a partir del Flujo de Caja Bruto de la partida que se muestra a continuación, descontado el capital de trabajo, nuevas inversiones, y la inversión por reposición descritas. Con ello, se construye la siguiente tabla:

FLUJO DE CAJA BRUTO PROYECCION 2019E-2015E							
PARTIDA	2020-00	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	30/06/2015
Resultado Antes de Impuesto	436.046	436.046	429.429	423.760	418.641	410.404	260.986
(+) Depreciación Propiedades Plantas y Equipos	766.600	766.600	766.600	766.600	766.600	766.600	383.300
(+) Depreciación Propiedades de Inversión	1.502	1.502	1.502	1.502	1.502	1.502	751
(+) Amortización	38.602	38.602	38.602	38.602	38.602	38.602	19.301
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.242.751	1.242.751	1.236.133	1.230.464	1.225.345	1.217.108	664.338

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECCIÓN 2015E-2020 2020-00							
PARTIDA	30-06-2015	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020-00
FLUJO DE CAJA BRUTO	664.338	1.217.108	1.225.345	1.230.464	1.236.133	1.242.751	1.242.751
INVERSIÓN DE REPOSICIÓN	-403.352	-806.704	-806.704	-806.704	-806.704	-806.704	-806.704
INVERSIÓN NUEVO ACTIVO FIJO	-3.440.765	-170.490	-105.943	-65.827	-72.918	-85.103	0
INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO +/-	-538.715	577.930	-180.613	-112.223	-124.311	-145.085	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	-3.718.494	817.844	132.085	245.709	232.200	205.859	436.046

Dado el cuadro anterior, se procede a determinar el valor actual de la empresa, descontada a $K_0=4,22\%$. Adicional a ello, se calcula el valor terminal correspondiente a la perpetuidad sin crecimiento. Este valor residual corresponde al valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente al término del horizonte de proyección (T+1), descontado a K_0 .

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECCION 2014E-2019 2019-00							
PARTIDA	30/06/2015	30/06/15 al 31/12/15	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E / 2020-00
	0.5	0,5	1	2	3	4	5
FREE CASH FLOW	-3.718.494	4.536.338	817.844	493.312	470.156	480.823	496.029
PERPETUIDAD							10.323.676
TOTAL	-3.718.494	4.536.338	817.844	493.312	470.156	480.823	10.819.705
FLUJO DE CAJA DESCONTADO	-3.642.367	4.443.468	784.700	454.138	415.281	407.491	8.797.958
COSTO CAPITAL (K0)	5,0027%						
VALOR ACTUAL ACTIVOS 30 JUN	10.043.178						

5.10. VALORACIÓN EMPRESA

Por último, se calculará el patrimonio económico de la empresa, el cual corresponde al valor de los activos más los activos prescindibles menos la deuda financiera, estos últimos dos componentes fueron calculados en las sección anterior.

Estimación del precio de la acción al 30 de Junio del 2015 en base a la metodología de Flujo de Caja descontado.	
Fecha	30/06/2015
UF Observada	24.982,96
VALOR ACTUAL ACTIVOS 2015JUN30	10.043.178
VALOR DE ACTIVOS OPERACIONALES	5.123.940
Total	16.784.609
Deuda financiera	-12.352.613
Patrimonio económico	4.431.996
nº acciones al 2015	576.172.664
Precio por acción estimado	122

Con los antecedentes descritos, obtenemos un precio de acción estimado de 122 para el 30/06/2015, el precio de cierre para la fecha señalada fue de 288 pesos por acción, según esta estimación el precio se encontraría fuera de sus fundamentos, sobreestimado por sobre un 50%.

Cabe señalar que dicha estimación no reconoce expectativas a corto plazo de mercado, tales como anuncios, y/o entrega de dividendos.

La estimación es consistente con las expectativas de crecimiento de largo plazo para el sector industrial, moviéndose en un escenario macroeconómico complejo, con altas tasas de desempleo y un débil crecimiento a partir de la inversión.

CAPITULO VI: CONCLUSIONES

Considerando los antecedentes descritos y el precio de cierre de la sesión de la Bolsa de Comercio de Santiago el día 30 de junio del año 2015, la acción de la empresa se cotizó a \$288 pesos. A continuación se describen las siguientes conclusiones:

En relación con la valorización mediante el método de flujo de caja descontado, tras el cálculo realizado se obtuvo un valor del precio de la acción de la empresa al día 30 de junio del año 2015 de \$122 pesos.

Sin embargo, es de señalar que debido a que la valorización descrita castiga alguna de las partidas estimadas. Se considera normal que el precio estimado este por debajo del precio observado.

La estimación es consistente con las expectativas de crecimiento de largo plazo para el sector industrial, moviéndose en un escenario macroeconómico complejo, con altas tasas de desempleo y un débil crecimiento a partir de la inversión.

Finalmente ante se estima que el valor observado se aproxima a sus fundamentos.

BIBLIOGRAFÍA

Damodaran, Aswath (2006). Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. 2nd Edition.

Maqueira V., Carlos (2010). Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Editorial Andrés Bello, 3^ª Edición.

Memoria BESALCO S.A. (2011)

Memoria BESALCO S.A. (2012)

Memoria BESALCO S.A. (2013)

Memoria BESALCO S.A. (2014)

Memoria BESALCO S.A. (Junio 2015)

Memoria INVEGEC S.A. (Junio 2014)

Memoria INVEGEC S.A. (Junio 2015)

Memoria SALFACORP S.A. (Junio 2014)

Memoria SALFACORP S.A. (Junio 2015)