



VALORACION DE EMPRESAS SALFACORP S.A

Mediante el Método de Flujos de Caja Descontados

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

Alumno:

Esteban Quintanilla Gómez

Profesor Guía:

Arturo Rodríguez Perales

Santiago, abril 2020

DEDICATORIA

Este trabajo va dedicado especialmente para mis padres y esposa, quienes me han incentivado a lograr mis objetivos. Agradezco de manera especial a mis amigos quienes me han apoyado en este desafío.

TABLA DE CONTENIDOS

1	METODOLOGIA	8
1.1	Principales Métodos de Valoración	8
1.1.1	Modelo de descuento de dividendos.....	8
1.1.2	Método de Flujos de Caja Descontados.....	9
1.1.3	Método de múltiplos	12
1.2	Método de Trabajo	13
2	DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	15
2.1	Descripción de la Empresa. Antecedentes Generales.....	15
2.2	Descripción de la Industria	15
2.3	Descripción de actividades de la empresa	15
2.3.1	Segmento Ingeniería y Construcción.....	16
2.3.2	Área Desarrollo Inmobiliario.....	18
2.4	Estructura Corporativa Salfacorp.....	20
2.5	Descripción de la Empresa: Principales Accionistas.....	21
2.6	Descripción de la Industria: Empresas Comparables.....	21
2.7	Financiamiento de la empresa	25
2.8	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	27
2.8.1	Deuda financiera.....	27
2.8.2	Patrimonio económico.....	27
2.8.3	Estructura de Capital.	28
2.9	Estimación del Costo de Capital de Salfacorp.....	29
2.9.1	Introducción.....	29
2.9.2	Estimación del Beta Patrimonial de la compañía	30
2.9.3	Estimación del Costo de Capital.....	31
2.10	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	35
2.10.1	Estados Financieros.....	35
2.10.2	Análisis del crecimiento de la compañía	36
2.10.3	Análisis de Costos de Operación de la compañía	41
2.10.4	Costos y Gastos Operacionales según clasificación Salfacorp	44
2.10.5	Análisis Otros Ingresos y Gastos Operacionales fuera de Explotación.....	45
2.10.5.1	Otros Ingresos por Función.....	45

2.10.5.2	Otras (Pérdidas) Ganancias.....	45
2.10.5.3	Otros Gastos, por Función	46
2.10.6	Análisis de Cuentas No Operacionales.....	46
2.10.7	Análisis de Activos	48
2.11	Proyección de los Estados de Resultados (EERR).....	50
2.11.1	Proyección de los Ingresos de Operación.....	50
2.11.2	Proyección de los Costos y Gastos de la Operación.....	52
2.11.3	Proyección del Resultado No Operacional	54
2.12	Proyección del Flujo de Caja Libre.....	55
2.12.1	Flujo de Caja Bruto (FCB)	55
2.12.2	Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles	57
2.12.3	Ingresos y costos financieros.....	58
2.12.4	Inversión de reposición	58
2.12.5	Estimación de nuevas inversiones.....	59
2.12.6	Estimación de inversión en capital de trabajo	60
2.12.7	Déficit de capital de trabajo	61
2.12.8	Activos prescindibles	61
2.12.9	Estimación del Flujo de Caja de Salfacorp.....	62
2.13	Valoración Económica y Precio Estimado de la Acción	65
3	CONCLUSIONES.....	67
	BIBLIOGRAFIA.....	68
	ANEXOS	70

INDICE DE CUADROS Y TABLAS

Tabla 1 Estructura Corporativa de Salfacorp S.A.....	20
Tabla 2 Mayores Accionistas de Salfacorp.....	21
Tabla 3 Mayores Accionistas de Socovesa S.A.....	22
Tabla 4 Mayores Accionistas de Paz Corp. S.A.....	23
Tabla 5 Mayores Accionistas de Besalco S.A.....	24
Tabla 6 Fuentes de Financiamiento.....	25
Tabla 7 Bonos Vigentes.....	26
Tabla 8 Deuda Financiera.....	27
Tabla 9 Patrimonio Económico.....	27
Tabla 10 Estructura de capital.....	28
Tabla 11 Beta patrimonial últimos 5 años.....	30
Tabla 12 Beta patrimonial promedio a utilizar en valorizar Salfacorp.....	31
Tabla 13 Beta patrimonial promedio.....	33
Tabla 14 Beta patrimonial promedio.....	34
Tabla 15 Crecimiento ingresos años 2015-2019.....	36
Tabla 16 Crecimiento real de las ventas años 2016-2019.....	37
Tabla 17 Ingresos de Actividades Ordinarias por macrosegmento 2016-2019.....	37
Tabla 18 Inversión en construcción desagregada 2015-2019.....	38
Tabla 19 Detalle Costos y Gastos Segmento ICSA.....	42
Tabla 20 Detalle Costos y Gastos Inmobiliaria Aconcagua.....	42
Tabla 21 Detalle Costos y Gastos Segmento Edificación.....	42
Tabla 22 Detalle Costos y Gastos Segmento Rentas y Desarrollo Inmobiliario.....	43
Tabla 23 Detalle Costos y Gastos Segmento Rentas y Desarrollo Inmobiliario.....	43
Tabla 24 Detalle Costos y Gastos por segmentos y variación porcentual.....	43
Tabla 25 Detalle Costos y Gastos por macrosegmentos y variación porcentual.....	44
Tabla 26 Estado de Resultado por función.....	44
Tabla 27 Depreciación y amortización.....	44
Tabla 28 Otros Ingresos por Función.....	45
Tabla 29 Otras (Pérdidas) Ganancias.....	46
Tabla 30 Análisis de partidas de resultados no operacionales.....	46

Tabla 31 Participación en negocios conjuntos.....	47
Tabla 32 Ingresos Projectados ICOSA-Expresados en Miles de UF-MUF.....	50
Tabla 33 Ingresos Projectados Inmobiliaria Aconcagua-Expresados en Miles de UF - MUF.....	50
Tabla 34 Ingresos Projectados Segmento Edificación-Expresados en Miles de UF- MUF.....	50
Tabla 35 Ingresos Projectados Segmento Renta y Desarrollo-Expresados en Miles de UF- MUF.....	51
Tabla 36 Ingresos Projectados Segmento Servicios de Ingeniería-Expresados en Miles de UF- MUF.....	51
Tabla 37 Ajustes Projectados Expresados en Miles de UF-MUF.....	51
Tabla 38 Total Ingresos Projectados 2019-2023 Expresados en Miles de UF-MUF.....	51
Tabla 39 Costos y Gastos ICOSA 2019-2023.....	52
Tabla 40 Costos y Gastos Inmobiliaria Aconcagua 2019-2023.....	53
Tabla 41 Costos y Gastos Segmento Edificación 2019-2023.....	53
Tabla 42 Costos y Gastos Segmento Rentas y Desarrollo Inmobiliario 2019-2023.....	53
Tabla 43 Costos y Gastos Segmento Salfacorp 2019-2023.....	53
Tabla 44 Ajustes y Total de Costos y Gastos Consolidados 2019-2023.....	54
Tabla 45 Estados de Resultados Projectados 2019-2023.....	55
Tabla 46 EE.RR. Resultados por cuentas en participación 2015-2019.....	57
Tabla 47 EE.RR. Estimación Depreciación y Amortización 2019-2023.....	58
Tabla 48 Inversión de Reposición.....	58
Tabla 49 Nuevas Inversiones.....	59
Tabla 50 Cálculo RCTON promedio 2015-2018.....	60
Tabla 51 Cálculo Capital de Trabajo 2019-2023.....	60
Tabla 52 Cálculo Déficit Capital de Trabajo.....	61
Tabla 53 Activos Prescindibles.....	62
Tabla 54 Flujo de Caja Bruto.....	62
Tabla 55 Flujo de Caja Libre.....	64
Tabla 56 Valor Presente de Flujos Operacionales.....	64
Tabla 57 Cuadro Final de Valoración Salfacorp al 30-06-2019.....	65
Tabla 58 Análisis de Sensibilidad Precio de la Acción Salfacorp.....	66

RESUMEN EJECUTIVO

Este informe presenta una valoración económica de empresas Salfacorp S.A. (en adelante Salfacorp, la compañía, la empresa) al 30 de junio de 2019. Salfacorp es la más importante compañía del rubro de Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria en Chile. La empresa ha expandido su experiencia en el negocio y se ha abierto a explorar nuevos mercados, destacándose su participación en países como Perú, Colombia y Panamá.

En este momento las perspectivas de mercado para Salfacorp son moderadamente optimistas, de acuerdo con la información entregada en el informe MACH 50, donde indicadores mensuales como el IMACON ha tendido paulatinamente al alza, dinámica que se ha visto corroborada con aumentos en la contratación de mano de obra y crecimiento de las ventas al por mayor de materiales para la construcción.

Para la valoración de compañía se utilizaron los estados financieros anuales entre los años 2015 y 2018, más los estados financieros intermedios al 30 de junio de 2019, de acuerdo con la información publicada por la empresa en el sitio web de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Tomando como base esa información financiera de la empresa, se determinó su comportamiento histórico, para de esta manera proyectar los Estados de Resultados primero al cierre de 2019 y posteriormente para el periodo 2020-2023, para luego proceder con el método de valoración establecido.

La valoración de Salfacorp se realizó a través del método de flujo de caja descontado, determinando un valor de la acción de \$128, lo que representa un 14,99%, del precio de mercado de la acción al 30 de junio de 2019.

Cabe señalar que toda valoración puede verse afectada por shocks futuros que afecten tanto al país como a la industria en particular.

1 METODOLOGIA

1.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como propósito determinar un valor para la compañía, sin embargo, al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existe una amplia variedad de grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

Para los objetivos de este trabajo nos enfocaremos en el método de flujos de caja descontados, ya que este último es cada vez más utilizado, debido a que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

1.1.1 Modelo de descuento de dividendos

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

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es

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

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Thompson Reuters, 2015.

decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

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

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados, dado el riesgo intrínseco que están asumiendo por entrar al negocio actual de la empresa, como proyectos potenciales que este contenga. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g) \text{ Donde } \text{DPA}_1 \text{ son los dividendos por acción del próximo periodo}^3$$

1.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado tomando los activos de la empresa como un ente generador, en donde cada activo es capaz de generar sinergia, aportando valor mayor que la suma de cada uno de ellos.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración.

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000.

Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, 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). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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

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

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

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition, 2002.

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

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

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

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

1.1.3 Método de múltiplos

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

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

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes, identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, cabe mencionar que dos compañías son comparables en la medida que tengan un grado de riesgo similar, tasas de crecimiento similares y características de flujo de caja.

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo,

positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

1.2 Método de Trabajo

Como se ha señalado en apartados precedentes, la valorización de la empresa Salfacorp será realizada por medio del método de flujo de caja descontados, para esto se utilizarán los siguientes elementos que se detallan a continuación.

a) Análisis financiero de la empresa e industria a la cual pertenece y realiza sus actividades.

Se analizarán los estados financieros anuales de la compañía entre los ejercicios 2015 y 2018, además de los estados intermedios al 30 de junio de 2019.

b) Proyección de los flujos futuros.

La proyección de los flujos futuros de la compañía se realiza para el método de caja libre descontado abarcando el tercero y cuarto trimestre del año 2019 y los años 2020 al 2023, tomando como base los informes MACH 49 y 50 emitido por la Cámara Chilena de la Construcción, además de considerar los Informes de Política Monetaria emitido por el Banco Central de Chile, donde se establecen las perspectivas

de crecimiento del PIB para el país.

En lo particular para la realización de la valorización, se abarcan las siguientes actividades:

- Establecimiento de la estructura de capital objetivo de la compañía, tomando como base la estructura histórica utilizada entre los años 2015 a junio de 2019 y la composición de su deuda financiera respectiva.
- Determinación del costo de capital a partir del cálculo del costo de la deuda financiera y su beta respectivo. Cálculo del costo patrimonial mediante regresión lineal, CAPM, y beta patrimonial.
- Análisis financiero y operacional de la compañía, empresas del conglomerado y negocios conjuntos.
- Proyecciones tanto de las partidas operacionales como de las no operacionales de cada unidad de negocio, y a nivel de grupo.
- Proyección de los estados de resultados al 31 de diciembre desde el año 2019 hasta el 2023.
- Cálculo de flujo de caja libre al 31 de diciembre desde el año 2019 hasta el año 2023

2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1 Descripción de la Empresa. Antecedentes Generales

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	Salfacorp S.A.
Rut	96.885.880-7
Nemotécnico	Salfacorp
Industria	Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y Ministerio de Obras Públicas.

2.2 Descripción de la Industria

La industria de la construcción tiene la particularidad de ser procíclico, vale decir, es muy sensible ante escenarios de contracción y expansión de la economía. Las variables más relevantes para la industria son las expectativas económicas sobre tasas de interés, desempleo, inflación, así como las condiciones de financiamiento.

Esta industria se divide en dos grandes segmentos de acuerdo con el criterio establecido por la Cámara Chilena de la Construcción, que son Infraestructura, y Vivienda, el primero ejecuta la inversión en infraestructura pública y privada del país, mediante obras civiles, montaje industrial y concesiones. Por otra parte, el segundo comprende la inversión en viviendas públicas y privadas. La industria de la construcción representa aproximadamente un 7% del PIB nacional.

Un importante antecedente del funcionamiento de la industria en el futuro, Será observar la renovación de su cartera de proyectos y backlog por ejecutar, debido a que este punto entrega posibles guías que permiten proyectar eventuales incrementos en los flujos de caja de las compañías.

2.3 Descripción de actividades de la empresa

Salfacorp es el principal grupo económico del sector de la construcción en Chile, con un sólido liderazgo

adquirido a lo largo de su historia. Salfacorp se caracteriza por estar siempre presente en los más importantes proyectos de Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria en Chile.

Esa experiencia y liderazgo adquirido, le ha permitido desarrollar proyectos en el extranjero principalmente en Latinoamérica destacando su presencia en países como Perú y Colombia.

El importante crecimiento experimentado por la compañía se debe al desarrollo de un eficiente modelo de negocios, estableciendo como pilares fundamentales la diversificación y complementariedad de las áreas de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria; la multiplicidad de servicios para diversas industrias y zonas geográficas, además de un sólido equipo humano con el único propósito de satisfacer las necesidades de los clientes.

La base de los negocios de la compañía, se compone de dos áreas: Ingeniería y Construcción y Desarrollo Inmobiliario estas dos áreas se subdividen en cuatro segmentos: ICSA, Edificación, Inmobiliaria Aconcagua y Rentas Desarrollo Inmobiliario, las cuales, a pesar de ser parte de una misma industria, obedecen a diferentes estándares que determinan su funcionamiento y operación.

El área de Ingeniería y Construcción lleva a cabo proyectos de inversión en infraestructura pública y privada del país, a través de obras civiles, montaje industrial o concesiones. Mientras tanto el área de Desarrollo Inmobiliario se encarga del estudio y desarrollo de proyectos de inversión en viviendas públicas como privadas, por medio de la implementación de proyectos inmobiliarios de casas y departamentos, proceso que incluye las etapas de selección de terrenos, diseño de la arquitectura, construcción y posterior comercialización de la vivienda.

2.3.1 Segmento Ingeniería y Construcción

Salfacorp realiza el negocio de Ingeniería y Construcción por medio de su filial, Salfa Ingeniería y Construcción S.A., el cual consta de una importante diversificación en áreas de negocios y servicios ofrecidos, tipos de clientes e industrias, extensión de contratos, además de diversificación geográfica, lo que representa una fortaleza competitiva además de atenuar el riesgo operacional. ICSA posee diferentes líneas especializadas constructivas entre las que destacan. Montaje Industrial, Servicios a la Minería, Construcción, Área Internacional, Consorcios y Alianzas Estratégicas y Foco en servicios de mayor valor agregado. A continuación, se hace una breve descripción de estas unidades operativas.

Comprende la ejecución de los contratos de montaje de equipamiento industrial. Este negocio se caracteriza por el uso de una gran cantidad de equipos y mano de obra especializada que debe aportar la empresa de montaje, siendo responsabilidad del contratante del servicio la de proporcionar el diseño, ingeniería y

equipamiento a montar. Ejemplos de este tipo de obras son plantas industriales, centrales termo e hidroeléctricas, plantas mineras, plantas de celulosa, bodegas vitivinícolas, plantas petroquímicas, centrales hidroeléctricas, entre otros importantes proyectos.

Minería:

Dentro de esta industria sus actividades se dividen en las siguientes:

Minería Subterránea & Túneles:

Desde mediados de 2008 Salfacorp se incorpora al negocio de construcción de túneles, con énfasis en la explotación minera, que se potenció con la compra de la empresa Geovita en el 2011.

Movimientos de Tierra:

Por medio de Fe Grande, realiza importantes desplazamientos de tierra para la construcción de proyectos para la minería.

Perforaciones y Tronaduras:

Por medio de la filial Icem S.A., se pone a disposición de los clientes el servicio de perforaciones y tronaduras.

Construcción:

Incluye obras de edificación pública y privada, enfocado a obras no residenciales.

Obras Civiles:

Incluye la ejecución de contratos de obras de edificación y obras civiles para fines comerciales o de servicios. Este tipo de contratos tiene la particularidad que la empresa constructora provee tanto la mano de obra como los materiales, subcontratos y equipos necesarios para llevar a cabo la obra previamente diseñada y encomendada por el cliente. Dentro de este tipo de obras se puede mencionar son, centros

comerciales, supermercados, hoteles, universidades, colegios, universidades, entre otros.

Zona Austral:

Ofrece servicios asociados a la construcción con foco en la zona austral del país, donde cuenta con una pequeña línea de negocios de desarrollo inmobiliario y de edificación. Salfacorp decidió administrar esta zona de manera aparte al resto del país, debido a las características especiales que presenta este lugar en comparación a las otras zonas que conforman el país.

Área Internacional:

La Compañía opera en el extranjero ofreciendo diversos servicios asociados a la construcción mencionados anteriormente, estando presente en Perú, Colombia y Panamá.

Como resultado de su diversificación de servicios, la Compañía mantiene una balanceada estructura de ingresos entre sus distintas líneas de negocio, cuyas demandas responden a factores independientes entre sí, lo que es reforzado por operaciones a nivel internacional.

2.3.2 Área Desarrollo Inmobiliario

En esta área confluyen los segmentos de Edificación, Inmobiliaria Aconcagua y Rentas Desarrollo Inmobiliario. Las fases del negocio incluyen el estudio del mercado inmobiliario, la elección de los terrenos, su financiamiento y adquisición, diseño de arquitectura y urbanismo, administración del contrato de construcción, comercialización, venta y servicio de postventa. Con relación a la oferta inmobiliaria esta se divide en tres grandes grupos: viviendas de menos de UF 900 (estratos D y E), entre UF 900 y UF 3.700 (estratos C2 y C3) y sobre UF 3.700 (estrato ABC1) y según el tipo de vivienda, en casas y departamentos. Esta área genera el 30% del total del Ebitda de la compañía.

Edificación:

Esta unidad de Negocios, constituida por Constructora Novatec S.A. y su filial Constructora Noval S.A., tiene por misión satisfacer la demanda por servicios de construcción habitacional y de infraestructura asociada a los proyectos de vivienda y oficinas que desarrolla Salfacorp y sus unidades de negocio Aconcagua y Rentas & Desarrollo. La cartera de proyectos de Edificación está compuesta por edificios en

altura, conjuntos de vivienda (casas y edificios de hasta cinco pisos en condominio) y edificios de oficinas. En conjuntos de vivienda de carácter social, Edificación participa en proyectos con subsidio, en las modalidades DS01, DS19 y DS49, a través de Constructora Noval.

Las participaciones de estas tipologías de proyectos han venido variando en los últimos años, tomando una cada vez mayor participación los proyectos de edificación en altura, de mejores márgenes tanto desde la perspectiva inmobiliaria como en cuanto al negocio de construcción propiamente tal. También han venido adquiriendo cada vez mayor relevancia los proyectos de carácter social.

Constructora Noval, además de llevar adelante la construcción de los proyectos con subsidio de Inmobiliaria Noval, participa activamente en el programa “Fondo Solidario de Elección de Vivienda” del Servicio de Vivienda y Urbanismo, y toma parte en diversos concursos públicos de Diseño y Construcción para Entidades Patrocinantes o directamente para el Serviu.

Inmobiliaria Aconcagua:

Inmobiliaria Aconcagua tiene como principal responsabilidad desarrollar, gestionar y vender los proyectos inmobiliarios que trabaja ya sea como actor principal o en sociedad con terceros.

Con una fuerte presencia a nivel nacional, Inmobiliaria Aconcagua cuenta actualmente con más de 80 proyectos distribuidos entre las ciudades de Antofagasta, La Serena, Viña del Mar, Valparaíso, Concón, Concepción, Temuco, Valdivia, Puerto Montt, y en diversas comunas de la Región Metropolitana.

Rentas y Desarrollo Inmobiliario:

Esta Unidad tiene como tarea fundamental planificar y desarrollar los planes maestros de los terrenos de la Compañía, de tal manera de maximizar su plusvalía. Adicionalmente, identifica y gestiona los lotes para desarrollar equipamiento en cada barrio y define la inversión que se debe realizar en activos de renta de largo plazo. Con ese propósito, se definen y establecen alianzas con otros operadores, de mediano y largo plazo, que agregan valor al stock de terrenos y permiten adelantar la consolidación de barrio.

Para planificar y desarrollar los planes maestros ya mencionados, Rentas y Desarrollo Inmobiliario realiza de manera integral un proceso de venta de terrenos con destino para viviendas, comercio, educación y equipamiento. Actualmente, la Unidad maneja un portafolio aproximado de 951 hectáreas en zonas urbanas,

2.5 Descripción de la Empresa: Principales Accionistas

Salfacorp es una sociedad anónima abierta que transa sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago formando parte del índice IPSA, esto permite el movimiento en la propiedad de los accionistas. En la tabla que se adjunta a continuación, se presentan los doce principales accionistas que conforman la empresa al 30 de junio de 2019:

Tabla 2 Mayores Accionistas de Salfacorp

Nombre	Nº de acciones suscritas	Nº de acciones pagadas	% de la propiedad (*)
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión(Cta Nueva)	48.978.042	48.978.042	10,89%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	42.156.036	42.156.036	9,37%
Inversiones Ascotan Ltda.	40.506.498	40.506.498	9,00%
Siglo XXI Fondo de Inversión	31.333.917	31.333.917	6,96%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	22.681.285	22.681.285	5,04%
Inversiones Atlántico Ltda.	20.125.257	20.125.257	4,47%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	17.897.386	17.897.386	3,98%
Banco Itaú Corpbanca por cta de inversionistas extranjeros	17.357.341	17.357.341	3,86%
Inversiones Yuste S.A.	14.900.000	14.900.000	3,31%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	13.677.961	13.677.961	3,04%
Banco Santander por cta de inversionistas extranjeros	11.937.050	11.937.050	2,65%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	11.604.077	11.604.077	2,58%
Totales	293.154.850	293.154.850	65,15%

Número de acciones suscritas y pagadas Al 30 de junio de 2019 autorizado, suscrito y pagado asciende a M\$183.973.411 que correspondiente a 449.900.787 acciones.

2.6 Descripción de la Industria: Empresas Comparables

Se definen como aquellas, las que tienen flujos de caja similares, además de tener una gestión de riesgos y manejo del negocio homogénea. En este sentido resulta complicado determinar en un mercado pequeño y acotado como el nacional, empresas comparables que cumplan con los requisitos citados anteriormente.

Teniendo en consideración estos antecedentes se establece un proxy de empresas comparables, las cuales se definen como aquellas que en una misma industria presentan una estructura de negocios, operacional, financiera y de riesgos similar. La búsqueda se concentró en aquellas empresas del sector de la construcción al que pertenece Salfacorp y se encontraron las siguientes que se detallan a continuación:

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	Socovesa S.A.
Rut	94.840.000-6
Nemotécnico	Socovesa
Industria	Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y Ministerio de Obras Públicas.

Socovesa es una compañía inmobiliaria y constructora integrada verticalmente, cuyo centro de operaciones está enfocado en el área de desarrollo inmobiliario y, de forma marginal, en el área de ingeniería y construcción a través de sus filiales.

Unidades de Negocio: Inmobiliaria Socovesa Santiago, Constructora Socovesa Santiago, Inmobiliaria Socovesa Sur, Almagro S.A., Inmobiliaria Pilares S.A., Socovesa Desarrollos Comerciales S.A., Socovesa Inmobiliaria y construcciones, Inmobiliaria Linderos S.A.

Tabla 3 Mayores Accionistas de Socovesa S.A.

Nombre	N° de acciones suscritas	N° de acciones pagadas	% de la propiedad (*)
Inv. San Miguel Ltda.	304.456.287	304.456.287	24,88%
Inversiones Varud	158.289.385	158.289.385	12,93%
Moneda S.A. AFI para pionero fondo de inversión	117.650.000	117.650.000	9,61%
BTG Pactual Small Cap Chile fondo de inversión(Cta.nueva)	75.282.301	75.282.301	6,15%
Inversiones La Cordillera	67.463.156	67.463.156	5,51%
Inversiones Aseco Ltda.	46.847.567	46.847.567	3,83%
Inv. Lagos del Sur Ltda.	46.724.060	46.724.060	3,82%
Inversiones Santa Montserrat Ltda.	45.218.715	45.218.715	3,69%
Inversiones Santa Carolina Ltda.	45.218.715	45.218.715	3,69%
Inversiones Santa Cecilia SCC	45.218.715	45.218.715	3,69%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa S.A.	37.302.400	37.202.400	3,04%
G y A S.A.	35.958.715	35.958.715	2,94%
Totales	1.025.630.016	1.025.530.016	83,78%

	Observaciones
Razón Social	Paz Corp. S.A.
Rut	76.488.180-K
Nemotécnico	Paz
Industria	Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y Ministerio de Obras Públicas.

Paz es uno de los líderes en el desarrollo de viviendas en el mercado inmobiliario chileno. La compañía ejecuta la mayoría de las etapas y procesos que contempla el desarrollo de los proyectos inmobiliarios que participa, incluyendo la arquitectura, la ejecución y la supervisión de la construcción, como la publicidad, la comercialización y el financiamiento de clientes a través del leasing habitacional.

Unidades de Negocio: Paz Chile, Paz Perú y Paz Brasil.

Tabla 4 Mayores Accionistas de Paz Corp. S.A.

Nombre	Nº de acciones suscritas	Nº de acciones pagadas	% de la propiedad (*)
BTG Pactual Small Cap Chile fondo de inversión(Cta.nueva)	40.677.515	40.677.515	14,36%
Inversiones Quantum Ltda.	34.673.254	34.673.254	12,24%
Inversiones Globus Ltda.	31.322.369	31.322.369	11,05%
Inversiones Brakers Ltda.	28.663.544	28.663.544	10,12%
Siglo XXI Fondo de Inversión	27.681.951	27.681.951	9,77%
Inversiones B y J Ltda.	27.150.280	27.150.280	9,58%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	25.325.377	25.325.377	9,01%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	11.446.894	11.446.894	4,04%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	9.630.302	9.630.302	3,40%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	8.243.416	8.243.416	2,91%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	6.168.225	6.168.225	2,18%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	5.053.986	5.053.986	1,78%
Totales	256.037.113	256.037.113	90,44%

	Observaciones
Razón Social	Besalco S.A.
Rut	92.434.000-2
Nemotécnico	Besalco
Industria	Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y Ministerio de Obras Públicas.

Participa de los negocios de Construcción, Inmobiliaria, Maquinarias, Concesiones, Montaje y Construcción de Obras Civiles a través de su filial BESCO S.A. en Perú. Además, incorpora el montaje de líneas de transmisión eléctrica, servicios aéreos con helicópteros y participan en la construcción y/o reparación de puertos marítimos.

Unidades de Negocio: Kipreos Ingenieros S.A., Besalco Construcciones S.A., Besalco Inmobiliaria S.A., Besalco Ingeniería Renovable S.A., Besalco Maquinarias S.A., Besalco Concesiones S.A., Besco S.A.C., Besalco MD Montajes S.A., Consorcio Constructor Embalse El Bato Ltda., Consorcio Hospital de Puerto Montt S.A., Servicios Aéreos Kipreos S.A., Muelle Melbourne & Clark S.A., Consorcio Viaducto Chamiza S.A., Consorcio Constructor Puente Santa Elvira S.A., Piques y Túneles S.A., Consorcio Besalco Arauco S.A., Consorcio Laguna Verde S.A., Consorcio Constructor Hospital de Quellón S.A. y Besalco Perú S.A.

Tabla 5 Mayores Accionistas de Besalco S.A.

Nombre	Nº de acciones suscritas	Nº de acciones pagadas	% de la propiedad (*)
Tora Construcciones S.A.	47.386.498	47.386.498	8,22%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	33.750.137	33.750.137	5,86%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	27.703.427	27.703.427	4,81%
Siglo XXI Fondo de Inversión	22.721.657	22.721.657	3,94%
Inversiones Don Victor III S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Victor II S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Victor VI S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Victor VIII S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Victor IV S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Victor I S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Victor V S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Inversiones Don Victor VII S.A.	21.688.758	21.688.758	3,76%
Totales	305.071.783	305.071.783	52,91%

2.7 Financiamiento de la empresa

Salfacorp se financia fundamentalmente por Deuda Financiera y Patrimonio, que representan un 57,18% y 35,35% del total de pasivos y patrimonio de la compañía al 30 de junio de 2019. En cuanto a la descomposición de la Deuda Financiera, el fondeo se concentra principalmente en compromisos con Bancos e Instituciones Financieras (42,3% del total de pasivos financieros) y Bonos y Pagarés (38,3% del total de pasivos financieros).

Tabla 6 Fuentes de Financiamiento

Pasivos Financieros Corrientes	MUF	%
Créditos Bancarios	4.395,54	27,55%
Cesión de cartera con responsabilidad	936,46	5,87%
Leasing Financiero	231,40	1,45%
Pasivos de Cobertura	-	0,00%
Pasivos por arrendamiento IFRS 16	67,80	0,42%
Bonos y Pagarés	145,59	0,91%
Pasivos por Compra de Terrenos	104,24	0,65%
Total Pasivos Financieros Corrientes	5.881,03	36,86%
Otros Pasivos Financieros no Corrientes		
Créditos Bancarios	2.353,06	14,75%
Leasing Financiero	521,14	3,27%
Bonos y Pagarés	5.960,17	37,35%
Pasivos por arrendamiento IFRS 16	218,67	1,37%
Pasivos por compra de terrenos	1.021,47	6,40%
Total Pasivos Financieros no Corrientes	10.074,51	63,14%
Total Pasivos Financieros	15.955,54	100,00%

Tabla 7 Bonos Vigentes

Al 30 de junio de 2019, la compañía presenta cinco bonos vigentes:

Bono	Serie-B	Serie-P	Serie-G	Serie-S	Serie-T
Nemotécnico	BSALF-B	BSALF-P	BSALF-G	BSALF-S	BSALF-T
Fecha de Emisión	19-06-2008	05-04-2018	09-09-2010	12-12-2018	08-05-2019
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	1.000.000
Moneda	UF	UF	UF	UF	UF
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	31-05-2029	05-04-2025	15-10-2031	05-10-2029	15-04-2030
Tipo de Bono	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés
Tasa Cupón (k_d)	5,00%	3,00%	4,00%	2,90%	2,40%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	Tabla de desarrollo con 42 pagos de intereses y 38 amortizaciones de capital.	Tabla de desarrollo con 14 pagos de intereses y 7 amortizaciones de capital.	Tabla de desarrollo con 42 pagos de intereses y 38 amortizaciones de capital.	Tabla de desarrollo con 22 pagos de intereses y 8 amortizaciones de capital.	Tabla de desarrollo con 22 pagos de intereses y 13 amortizaciones de capital.
Periodo de Gracia	Bono tiene 4 semestres solo de pago de intereses	Bono tiene 7 semestres solo de pago de intereses	Bono tiene 4 semestres solo de pago de intereses.	Bono tiene 14 semestres solo de pago de intereses	Bono tiene 9 semestres solo de pago de intereses.
Motivo de la Emisión	Refinanciamientos de Pasivos del emisor y sus filiales	Refinanciamientos de pasivos corrientes	Refinanciamientos de Pasivos del emisor y sus filiales	Prepago Bono Serie M(50%) y Refinanciamientos de Pasivos del emisor y sus filiales(50%).	Refinanciamientos de Pasivos del emisor y sus filiales
Clasificación de Riesgo	BBB+ por Feller Rate y Fitch Ratings	BBB/ Estable por Feller Rate y Fitch Ratings	BBB+ por Feller Rate y Fitch Ratings	BBB+ por Feller Rate y Fitch Ratings	BBB+ por Feller Rate y Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,08%	3,04%	4,16%	3,34%	2,52%
Precio de venta el día de la emisión.	95,43	99,79	98,17	96,64	99,17
Valor de Mercado	95,43 el 23-09-08 fecha de colocación de bono.	99,79 el 26-04-18 fecha de colocación del bono.	98,17 el 09-09-10 fecha de colocación de bono.	96,64 el 12-12-18 fecha de colocación de bono.	99,17 el 08-05-19 fecha de colocación de bono.

En tabla anterior se muestra solamente los bonos vigentes al 30 de junio de 2019 y según lo señalado en los prospectos de Salfacorp, la emisión de bonos se ha destinado al financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos, u otros fines corporativos del emisor y sus filiales.

2.8 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

2.8.1 Deuda financiera

Para propósitos de este informe se considera deuda financiera toda aquella deuda de Salfacorp con terceros que devengan intereses. De acuerdo con los estados financieros anuales de la compañía entre 2015 a 2018 y al 30 de junio de 2019, el detalle de la deuda financiera es el siguiente:

Tabla 8 Deuda Financiera

Valores expresados en MUF	2015	2016	2017	2018	2019-06
Otros pasivos financieros corrientes	7.729	9.329	8.300	6.909	5.881
Otros pasivos financieros no corrientes	6.603	5.893	6.252	9.236	10.075
Deuda Financiera Total	14.332	15.221	14.552	16.144	15.956

2.8.2 Patrimonio económico.

Se calcula tomando como base el precio de cierre de la acción al último día hábil de diciembre entre los años 2015 al 2018, para el 2019 se utilizó el último día hábil de junio.

Tabla 9 Patrimonio Económico

	2015	2016	2017	2018	2019-06
Nº de Acciones Suscritas y libres de pago	449.900.787	449.900.787	449.900.787	449.900.787	449.900.787
Precio Acción día de Cierre \$	375,21	480,00	1.135,40	990,80	855,00
Patrimonio Corriente \$	168.807.274.290	215.952.377.760	510.817.353.560	445.761.699.760	384.665.172.885
Patrimonio Economico MUF	6.587	8.196	19.062	16.171	13.786

2.8.3 Estructura de Capital.

En cuanto al patrimonio económico de Salfacorp, cabe señalar que ha experimentado variaciones relevantes durante el periodo que se analiza, entre los factores que pueden estar influyendo en la variación del precio de la acción se puede destacar principalmente el ciclo económico por el que atravesaba el país, que durante el periodo 2015-2016 se caracterizó por una importante desaceleración, en cambio desde el 2017 con las expectativas de la llegada de un nuevo gobierno y mejoras en los antecedentes macroeconómico, derivaron en un valor más alto de la acción y por consiguiente, un aumento del patrimonio económico de la compañía.

Tabla 10 Estructura de capital

Estructura de Capital (Cifras en MUF)	2015	2016	2017	2018	2019-06
Deuda Financiera (B)	14.332	15.221	14.552	16.144	15.956
Patrimonio Económico (P)	6.587	8.196	19.062	16.171	13.786
Valor Económico (V=B+P)	20.919	23.417	33.614	32.315	29.741

Estadigráfos Estructura de Capital	Mínimo	Máximo	Promedio	Mediana	Des. Estandar
Deuda Financiera (B)	14.332	16.144	15.241	15.221	810
Patrimonio Económico (P)	6.587	19.062	12.760	13.786	5.276
Valor Económico (V=B+P)	20.919	33.614	28.001	29.741	5.575

	2015	2016	2017	2018	2019-06	Promedio
B/V	0,69	0,65	0,43	0,50	0,54	0,56
P/V	0,31	0,35	0,57	0,50	0,46	0,44
B/P	2,18	1,86	0,76	1,00	1,16	1,28

En este sentido resulta importante destacar que para determinar la estructura de capital objetivo se utilizó el promedio de todos los periodos analizados, y además considerando el supuesto que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado. En conclusión, la estructura capital objetivo para la compañía es 1,28.

2.9 Estimación del Costo de Capital de Salfacorp

2.9.1 Introducción

Durante los años sesenta los investigadores William Sharpe, John Lintner y Jan Mossin trabajando de forma paralela y simultánea, desarrollaron un modelo de valoración de precio de los activos, mundialmente conocido como Capital Asset Pricing Model o CAPM, el cual es frecuentemente utilizado en el área financiera para valorar activos financieros, entre otras funciones.

Este modelo se puede expresar en la siguiente ecuación:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

Dónde: $E(R_i)$ = Es la tasa de rendimiento esperada de capital sobre el activo i.

R_f = Rendimiento de un activo libre de riesgo.

β_i = Es el Beta (cantidad de riesgo con respecto al Portafolio de Mercado)

R_m = Rendimiento del mercado.

$E(R_m - R_f)$ = Es el exceso de rentabilidad del portafolio de mercados, por sobre el activo libre de riesgo.

Este modelo establece que la rentabilidad esperada por un activo riesgoso es igual a la rentabilidad de un activo libre de riesgo más un premio por riesgo de mercado, el cual es multiplicado por un factor Beta, que mide el grado de sensibilidad del activo riesgoso sobre un portafolio de mercado. No obstante, parte del riesgo de un activo puede ser eliminado a través de la diversificación, esto es, invirtiendo en otros activos. Por lo que el mercado solo exige un premio por riesgo por la parte que no puede ser eliminada por medio de la diversificación, la cual es llamada riesgo sistemático o de mercado y es medido a través del coeficiente β_i .

Actualmente y para una aplicación práctica de este modelo, se utilizan datos históricos, en la cual el portafolio de mercado es representado por un proxy, que generalmente corresponde a un índice masivo de la bolsa de comercio, que para objeto de nuestro estudio será el IGPA, la tasa libre de riesgo se obtiene por medio de un instrumento emitido por el Estado de Chile, el cual puede ser bonos de la Tesorería General de la República o el Banco Central de Chile. Respecto a la determinación del coeficiente de riesgo sistemático del activo i, la metodología consiste en realizar una regresión lineal entre el retorno del activo y retorno del mercado, utilizando para esto una forma simplificada del modelo CAPM, llamada

modelo de mercado, el cual consiste en la siguiente ecuación:

$$R_{i,T} = \alpha_i + \beta_i R_{m,T} + e_{i,T}$$

Dónde: $R_{i,T}$ = Retorno del activo i durante el periodo T.

$R_{m,T}$ = Retorno del proxy de mercado durante el periodo T.

$e_{i,T}$ = Residuos.

2.9.2 Estimación del Beta Patrimonial de la compañía

En cuanto a la determinación del coeficiente beta β de la acción de Salfacorp, se realizaron un conjunto de regresiones lineales entre los retornos semanales de la acción y el retorno semanal de Índice General de Precios de Acciones de la bolsa de Santiago IGPA. El horizonte de tiempo utilizado para los datos abarca desde el primer día hábil de julio de 2013, hasta el último viernes hábil de junio de 2019, considerando periodos de dos años para la realización de cada regresión, donde por ejemplo para 2019, los datos de la regresión contemplan información desde el primer viernes de julio de 2017 al último viernes hábil de junio de 2019, ya que esta última fecha fue determinada como límite para realizar la valoración de la compañía. Se adjuntan los resultados obtenidos en la siguiente tabla.

Tabla 11 Beta patrimonial últimos 5 años

Periodos	jun-15	jun-16	jun-17	jun-18	jun-19
Beta de la Acción	1,058	0,808	1,219	2,310	2,097
p-value(Significancia)	0.000043	0.000301	0.000000	0.000000	0.000000
Presencia Bursatil(%)	76,11	83,39	100	100	100

De los resultados obtenidos en la tabla precedente cabe señalar que los coeficientes son estadísticamente significativos dado que p-value es menor a 0.05. En cuanto a los betas de la acción, estos se han movido de manera relevante durante los años analizados pasando desde un 1,058 en junio de 2015 a 2,097 a junio de 2019, incluyendo el periodo 2016 donde el coeficiente llegó a 0,808, lo que implica que ante una variación de 1% del retorno de mercado, el retorno de la acción se mueve en menor cuantía. Una explicación a tan

bajo coeficiente se encuentra asociado al proceso de desaceleración de la economía anterior al 2018, que, sin embargo, no repercutieron tan intensamente en los betas analizados como en los años anteriores a esta muestra. Vale precisar que resulta contraintuitivo utilizar Betas menores a uno, debido a que la industria en la que se encuentra inserta Salfacorp, se caracteriza por tener un comportamiento más volátil que el resto.

Para propósitos de esta valoración, se ha decidido utilizar el beta estimado al cierre de junio de 2019. En Anexo 1 se presentan los resultados de las regresiones.

Tabla 12 Beta patrimonial promedio a utilizar en valorizar Salfacorp

Periodos	jun-15	jun-16	jun-17	jun-18	jun-19	Beta a utilizar
Beta de la Acción	1,058	0,808	1,219	2,310	2,097	2,097

Respecto a la presencia bursátil de la acción, si bien esta presentó indicadores menores a 100% (periodos 2015-2016), está se revirtió desde 2017 en adelante, lo cual permite establecer la conclusión que, en periodos de contracción económica como la sufrida por el país en los años precedentes, implicó una disminución de la liquidez de los papeles de la compañía, producto que esta es altamente sensible a los movimientos en variables macroeconómicas.

2.9.3 Estimación del Costo de Capital

Costo de la Deuda (K_b)

Utilizando la metodología CAPM y la tasa de costo de la deuda, se procede a calcular el beta (β_b) de la deuda de la compañía.

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

En donde $(E(R_m) - r_f)$ corresponde al premio por riesgo de mercado o PRM, r_f la tasa libre de riesgo y β_b el beta de la deuda.

Para el cálculo del beta de la deuda se utilizó la TIR del bono corporativo de más largo plazo, es decir,

aquel con mayor plazo contractual que tenía vigente la compañía al 30 de junio de 2019, que correspondió al bono BSALF-G, con vencimiento el 15 de octubre de 2031, y cuya TIR de mercado al cierre de junio es de 1,85%.

En cuanto al premio por riesgo de mercado o PRM, para objetos de la valorización es de 6,96%, este valor fue provisto por Damoraran, a enero de 2019.

En relación con la tasa libre de riesgo, para objetos de la valorización es de 1,06%, que corresponde a la tasa del bono del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento al 30 de junio de 2019.

Beta de la Deuda (β_d)

Este se obtiene por medio de CAPM:

$$\beta_d = \frac{k_b - r_f}{\bar{E}(r_m) - r_f}$$
$$\beta_d = \frac{1,85\% - 1,06\%}{6,96\%}$$
$$\beta_d = 0,114$$

Beta de la Acción $\beta_p^{C/D}$

El beta patrimonial de la acción con deuda se determinó por medio del uso de regresiones lineales, como se explicó al inicio de este punto, para propósitos de esta valoración se utilizará el beta al cierre de junio de 2019 que es de 2,097.

Tabla 13 Beta patrimonial promedio

Periodos	jun-15	jun-16	jun-17	jun-18	jun-19	Beta a utilizar
Beta de la Acción	1,058	0,808	1,219	2,310	2,097	2,097
p-value(Significancia)	0.000043	0.000301	0.000000	0.000000	0.000000	
Presencia Bursatil(%)	76,11	83,39	100	100	100	

Beta Patrimonial Sin Deuda de la Acción $\beta_p^{S/D}$

El beta patrimonial de la acción sin deuda se obtiene desapalancando el beta promedio con deuda de la acción, utilizando la metodología de Rubinstein. Adicionalmente se debe considerar la estructura de capital, para lo cual se utiliza un promedio de los dos últimos años, lo mismo que para la tasa de impuestos corporativo (27%).

Estructura de Capital Utilizada

Años	2018	2019	Promedio
B/V	0,500	0,536	0,518
P/V	0,500	0,464	0,482
B/P	0,998	1,157	1,075

Utilizando método de desapalancamiento de Rubinstein:

$$\beta_p^{S/D} = \frac{\beta_p^{C/D} + \beta_d \cdot (1 - Tc) \cdot \frac{B}{P^{C/D}}}{\left(1 + (1 - Tc) \frac{B}{P^{C/D}}\right)}$$

$$\beta_p^{S/D} = \frac{2,0967 + 0,114 \cdot (1 - 0,27) \cdot 1,075}{(1 + (1 - 0,27)1,075)}$$

$$\beta_p^{S/D} = 1,225$$

Beta patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D}$

Para la obtención del beta patrimonial con deuda, se utilizará el método de Rubinstein, apalancando esta vez el beta patrimonial sin deuda (1,225), donde adicionalmente se considerará una estructura de capital objetivo promedio de cinco años, junto con una tasa de impuestos corporativo de 27%.

Tabla 14 Beta patrimonial promedio

Periodos	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
B/V	0,685	0,650	0,433	0,500	0,536	0,561
P/V	0,315	0,350	0,567	0,500	0,464	0,439
B/P	2,176	1,857	0,763	0,998	1,157	1,277

Utilizando método de Rubinstein para la obtención del beta patrimonial con deuda:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left(1 + (1 - Tc) \frac{B}{P^{C/D}}\right) - \beta_d (1 - Tc) \frac{B}{P^{C/D}}$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,225 (1 + (1-0,27) 1,277) - 0,114 (1-0,27) 1,277$$

$$\beta_p^{C/D} = 2,261$$

Costo Patrimonial K_p

Para la determinación de la tasa de costo patrimonial, esta se obtiene mediante la utilización de la fórmula de CAPM, donde el beta patrimonial con deuda calculado recientemente incluye una estructura de capital objetiva de largo plazo de Salfacorp. En cuanto al premio por riesgo de mercado o PRM, este fue de 6,96% de acuerdo con los datos de Damodaran a enero de 2019. Para la tasa de libre de riesgo se consideró la tasa de un bono del Banco Central de Chile en Unidad de Fomento al 30 de junio de 2019, la cual fue de 1,06%.

$$K_p = E(r) = r_f + \beta^{C/D} \cdot (E(r_m) - r_f)$$

$$K_p = 1,06\% + 2,261 * 6,96\%$$

$$K_p = 16,80\%$$

Costo de Capital K_0

Para la determinación del costo de capital de Salfacorp, se utiliza el WACC o el costo promedio ponderado. Para su obtención se considera la TIR del bono de más largo plazo de la compañía al 30 de junio que es de 1,85%, junto a la relación deuda/patrimonio objetivo de largo plazo (B/V) que es de 0,561, la razón patrimonio/valor (P/V) de 0,439, junto con considerar una tasa de impuesto corporativo de 27%.

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

$$WACC = 0,0185 (1 - 0,27) * 0,561 + (0,1680 * 0,439)$$

$$WACC = 0,0813$$

$$WACC = 8,13\%$$

2.10 Análisis Operacional del Negocio e Industria

2.10.1 Estados Financieros

Para mayor análisis de la información financiera de Salfacorp, esta se encuentra en el Anexo 2, donde se incluyen los estados de situación financiera desde el 31 de diciembre de 2015 hasta el 30 de junio de 2019. Esta información fue obtenida desde el sitio web de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

2.10.2 Análisis del crecimiento de la compañía

a. Tasas de crecimiento real de las ventas de la compañía

El análisis del crecimiento de la empresa se inicia con el estudio de la evolución anual de las ventas y sus tasas de crecimiento reales, tanto para cada una de las unidades de negocio de la compañía para los años 2015 a cierre de 2019, lo cual corresponde a un estimado puesto que solo existe información real al 30 de junio de 2019.

Tabla 15 Crecimiento ingresos años 2015-2019

Composición Ingresos Actividades Ordinarias	Montos en MUF					Variación Anual			
	2015	2016	2017	2018	2019e	2016	2017	2018	2019e
Total ICSA	17.390,46	19.904,93	19.588,17	19.850,86	23.300,10	14,46%	-1,59%	1,34%	17,38%
Total Aconcagua	4.917,45	3.184,75	3.280,87	3.153,86	4.443,52	-35,24%	3,02%	-3,87%	40,89%
Total Segmento Edificación	4.162,65	5.001,40	3.671,22	3.368,12	4.920,22	20,15%	-26,60%	-8,26%	46,08%
Total Renta y Desarrollo Inmobiliario	693,16	1.460,11	956,73	1.782,16	1.472,33	110,65%	-34,48%	86,28%	-17,39%
Total Servicios de Ingeniería y Construcción	239,50	300,74	387,81	497,24	431,73	25,57%	28,95%	28,22%	-13,18%
Total Ajustes y Eliminaciones	- 3.000,05	- 3.403,72	- 2.960,71	- 2.591,56	- 3.633,71	13,46%	-13,02%	-12,47%	40,21%
Total Ingresos de Actividades Ordinarias	24.403,18	26.448,22	24.924,10	26.060,67	30.934,19	8,38%	-5,76%	4,56%	18,70%

Al analizar la evolución de los ingresos de la compañía, se puede observar que, en 2016 hubo un crecimiento de 8,38% situación que se revierte al año siguiente donde la compañía registra una disminución en sus ingresos de 5,76%, lo cual se puede explicar por un deterioro de las condiciones económicas por las que atravesaba el país. Para el año 2018, Salfacorp incrementó sus ingresos en 4,56%, que puede ser explicado por una baja base de comparación junto con leves mejoras en el escenario económico. Para el 2019, se estima una importante variación en cuanto al crecimiento en los ingresos, considerando solo información financiera real al cierre de junio.

Tabla 16 Crecimiento real de las ventas años 2016-2019

Años	2016	2017	2018	2019(*)	Promedio
Ingresos Actividades Ordinarias	8,38%	-5,76%	4,56%	18,70%	6,47%

(*). Para el crecimiento 2019, se estimaron las ventas al 31 de diciembre de 2019.

El detalle de esta tabla a nivel desagregado por línea de negocios y conceptos se presentan en el Anexo 3.

Para objeto de mayor simplificación las líneas de negocios se dividieron en macrosegmentos, específicamente en Vivienda que incluye Aconcagua, Edificación y Renta y Desarrollo Inmobiliario, y por otra parte el segmento Infraestructura que incluye ICESA y actividades Salfacorp.

Tabla 17 Ingresos de Actividades Ordinarias por macrosegmento 2016-2019

Consolidación de Segmentos	Montos en MUF					Variación Anual				
	2015	2016	2017	2018	2019e	2016	2017	2018	2019e	Promedio
Ingresos Infraestructura	16.737,00	18.856,12	18.912,40	19.360,90	22.424,69	12,66%	0,30%	2,37%	15,82%	7,79%
Ingresos Vivienda	7.666,18	7.592,10	6.011,70	6.699,77	8.509,49	-0,97%	-20,82%	11,45%	27,01%	4,17%
Ingresos en Construcción	24.403,18	26.448,22	24.924,10	26.060,67	30.934,19	8,38%	-5,76%	4,56%	18,70%	6,47%

b. Tasas de crecimiento real de la industria, (2015 a junio 2019)

Tabla 18 Inversión en construcción desagregada 2015-2019

INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN DESAGREGADA						
SECTOR	2015	2016	2017	2018	Estimado	Promedio
					2019	
Variación anual (en %)						
VIVIENDA	2,6	2,9	0,5	3,5	4,3	2,8
Pública ^(a)	-7,2	3,6	-2,0	-2,0	5,7	-0,4
Privada	5,5	2,7	1,2	5,0	3,9	3,6
Copago prog. sociales	0,0	1,0	0,2	1,5	-2,1	0,1
Inmobiliaria sin subsidio	7,0	3,1	1,4	5,8	5,3	4,5
INFRAESTRUCTURA	-2,0	-2,3	-7,1	2,3	4,5	-0,9
Pública	12,6	-2,3	0,8	2,2	2,3	3,1
Pública ^(b)	11,6	-6,5	1,6	-1,0	0,2	1,2
Empresas autónomas ^(c)	24,4	12,7	-2,0	17,0	5,0	11,4
Concesiones OO.PP.	1,3	2,3	0,8	-5,0	11,7	2,2
Productiva	-8,7	-2,4	-11,5	2,3	5,9	-2,9
EE. pública ^(d)	-11,0	0,4	7,4	6,5	-19,3	-3,2
Privadas ^(e)	-8,5	-2,5	-12,7	2,0	8,0	-2,7
INVERSIÓN EN CONSTRUCC	-0,6	-0,7	-4,6	2,7	4,4	0,3

(a) Inversión en programas habitacionales del MINVU, FNDR y mejoramiento de barrios.

(b) Inversión real del MOP, inversión en infraestructura del MINVU (vialidad urbana y pavimentación), Educación (inversión JEC), Salud (inversión en infraestructura), justicia y Ministerio Público (inversión en infraestructura), Instituto del Deporte, DGAC, programa FNDR y de mejoramiento urbano.

(c) Inversión en Metro, empresas de servicios sanitarios, puertos, EFE y Merval.

(d) Inversión de CODELCO, ENAMI, Gas (ENAP).

(e) Inversión del sector forestal, sector industrial, minería (excluye ENAMI y CODELCO), energía (excluye

Fuente: CChC.

c. Perspectivas de crecimiento de la industria para años 2019 al 2023

(Fuente: Informe MACH 50, Cámara Chilena de la Construcción)

De acuerdo con las revisiones de Cuentas Nacionales, publicadas recientemente por el Banco Central, la formación bruta de capital fijo del Sector Construcción presentó variaciones interanuales positivas durante todo 2018 (situación que no se observaba desde 2013). No obstante, un dinamismo más acotado de las obras de ingeniería y una disminución en la ejecución de proyectos de edificación no habitacional, acentuaron el efecto de bases de comparación más exigente, lo que se tradujo en un menor ritmo de crecimiento de la inversión sectorial durante la segunda mitad de 2018 respecto de estimaciones previas. En efecto, el gasto de inversión promedió un alza algo menor a 3% anual en 2018 respecto de 2017, guarismo correspondiente al tramo inferior de nuestro rango de estimación (2% a 6%), y en línea con el balance de riesgos publicado en el Informe MACH 49.

En lo más reciente, el crecimiento anual del Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) ha tendido gradualmente al alza, anticipando un mejor desempeño del sector en el corto plazo.

Particularmente, el IMACON se expandió 1,6% anual en marzo, cifra que supera a sus pares de enero y febrero (0,7% y 1%, respectivamente). Esta dinámica es coherente con el aumento en la contratación de mano de obra, el crecimiento de las ventas al por mayor de materiales de construcción, y el dinamismo de la superficie aprobada para la edificación no habitacional. En el plano económico, el IMACEC no minero registró un alza de 2,3% anual en marzo, cifra que continúa siendo favorable en perspectiva. En tanto, el IMACEC minero retrocedió 2,1%, aunque su variación mensual desestacionalizada fue positiva (4,4%), anticipando un mejor desempeño de la actividad minera en los próximos meses. Con esto, la actividad económica agregada acumuló un alza de 1,9% anual al primer cuarto del año, afectada por varios factores puntuales, tales como: bases de comparación más exigente, condiciones climáticas adversas en la zona norte y trabajos de mantenimiento en importantes yacimientos mineros.

Estos resultados se enmarcan en un contexto macroeconómico de condiciones financieras que continúan siendo favorables tanto para la actividad del sector construcción como para la economía en general. La política monetaria continuará siendo expansiva durante 2019 y menos expansiva en 2020, toda vez que las estimaciones del mercado consideran un retiro más gradual del relajamiento cuantitativo por parte del Banco Central, con una tasa neutral de política en torno a 4% anual.

Ello se condice con tasas de interés por tipo de colocación (consumo, comercial y vivienda) que permanecen relativamente estables en niveles mínimos históricos. Las condiciones de acceso al crédito por el lado de la oferta se han tornado menos restrictivas para el segmento de grandes empresas y constructoras. Al mismo tiempo que la demanda por crédito se percibe más fortalecida, según se desprende de la última encuesta de créditos bancarios, elaborada por el Banco Central. Esto se da en un entorno de expectativas empresariales que, pese a exhibir cierta debilidad en el margen, continúan situándose en zona optimista desde inicios de 2018.

Por otro lado, a partir de la suma de las tasas de los Bonos del Tesoro norteamericano (a 10 años protegidos contra la inflación, tasas TIPS) con el riesgo país de Chile (indicador EMBI), se desprende que el rendimiento real exigido por los inversionistas extranjeros que invierten en Chile no diverge sustancialmente de los niveles de tasas de interés de largo plazo del Banco Central. Por lo que, no se vislumbran condiciones extremas de financiamiento externo como las ocurridas en los años 2008-2009. Esta mantención de menor spread de tasa real nacional versus extranjera se debe, en parte, a que el riesgo soberano (EMBI) en Chile exhibe una trayectoria más acotada respecto de la observada en otras economías de Latinoamérica.

En este contexto, el rango de crecimiento estimado para la inversión en construcción de 2019 es de 2,4% a 6,4% anual, con un balance de riesgos equilibrado. Ello, en parte, es coherente con las mayores iniciativas de inversión catastradas en la CBC y el aumento de los montos de inversión ingresados y aprobados de grandes proyectos del Sistema de Evaluación de Impacto Ambiental (SEA) respecto de lo observado en años anteriores. El escenario base de proyección sectorial de 2020 supone un rango similar para el crecimiento de la inversión, aunque se estima que el balance de riesgos estaría sesgado al alza.

Estas perspectivas suponen que la política monetaria continuará siendo expansiva durante 2019 y menos expansiva durante 2020, toda vez que la tasa neutral de política se estima en torno a 4% anual. En efecto, la inversión sectorial crecerá a tasas superiores al promedio de los últimos cinco a diez años durante 2019 y 2020, para luego converger a sus patrones de comportamiento histórico en 2021 (1,2% a 5,2% anual).

A continuación, se analizan las proyecciones desagregadas de la inversión en construcción, en base a la ejecución del Presupuesto Público de 2019, los montos de inversión de la CBC, la información proveniente del sistema de evaluación de impacto ambiental (SEA) y las estimaciones propias de la Gerencia de Estudios de la Cámara Chilena de la Construcción.

En vivienda, se proyecta un crecimiento real de la inversión en torno a 4,3% anual en 2019, cifras que se compara favorablemente con su par de 2018 (3,5% anual). En el caso particular de la inversión en vivienda subsidiada, se prevé un avance de 5,7% anual en 2019, según las cifras reales que se desprenden del presupuesto público. De acuerdo con lo señalado en el Informe MACH anterior, en 2019 destaca el aumento en los recursos destinados a programas con foco en sectores más vulnerables, a través de los programas de fondo solidario de elección de vivienda (DS49) y el sistema integrado de subsidios (DS01). En el ámbito privado, la inversión inmobiliaria exhibirá un alza cercana a 3,9% anual en 2019. Este escenario base de proyección se condice con el desarrollo de los proyectos habitacionales ofrecidos y vendidos que se encuentran en obra gruesa o en alguna etapa inicial de construcción. Como escenario de riesgo, preocupa el hecho de que gran parte del gasto de capital programado por el MINVU, corresponde a pagos de arrastre y no necesariamente a nuevas iniciativas de inversión. Por último, en el mercado inmobiliario continúa observándose mayores regulaciones a la densificación y uso del suelo por problemas de planificación urbana. Esta situación está restando capacidad de reacción a la oferta, lo que, en un contexto de fuerte demanda, presiona al alza el precio del suelo y el de las viviendas.

Con relación a la inversión agregada en infraestructura, que aporta cerca de dos tercios del total de inversión en construcción se prevé un aumento de 4,5% anual en 2019 (versus 2,3% anual en 2018). La inversión del sector privado crecería cerca de 5,9% anual en 2019, en línea con el aumento observado en las iniciativas de inversión ingresadas al Sistema de Evaluación Ambiental durante el cuarto trimestre de 2018 respecto de igual período de 2017, donde los proyectos del sector minero y energético siguen generando la mayor parte del gasto. Adicionalmente, el índice de actividad de infraestructura que adelanta el ciclo de la inversión catastrada en la CBC, exhibió un mejor desempeño durante el primer cuarto del año en curso. Esto último se condice con la entrada neta de proyectos o mayores iniciativas de inversión de la CBC, situación que no se daba desde 2013. No obstante, en el ámbito público se mantiene la incertidumbre en torno al cumplimiento de los procesos de licitación de algunos proyectos relevantes en cartera, según la calendarización vigente.

Para objeto de proyección de los ingresos futuros de Salfacorp, se utilizarán las tasas de crecimiento estimadas por la Cámara Chilena de la Construcción en su informe MACH 50, emitido en mayo de 2019, donde el crecimiento estimado para el rubro de vivienda es de 4,3%, mientras que para el rubro de infraestructura es de 4,5%.

2.10.3 Análisis de Costos de Operación de la compañía

Respecto a los costos de operación corresponden a los siguientes ítems:

- a. Costos de venta: corresponde al costo explotación de los servicios y productos de la compañía.
- b. Costos de distribución: corresponde a los costos de ventas, como comisiones y publicidad, costos de colocación de servicios a clientes, costos de cobranzas y facturación.
- c. Gastos Administración: corresponde a gastos administrativos, de oficinas de venta y aquellos de la estructura organizacional no relacionados con la explotación.
- d. Otros Gastos por Función: corresponde a la línea de gastos que cambia en el tiempo, según la coyuntura de la empresa. Dentro de estos se incluyen, por ejemplo, sondajes, exploraciones, gastos no operacionales de las gerencias, fletes por venta de productos y servicios, gastos por huelgas, castigos varios, entre otros.

En los siguientes cuadros se presenta la estructura de costos de la compañía por unidad de negocio y por macrosegmentos.

Tabla 19 Detalle Costos y Gastos Segmento ICSA

	2015	2016	2017	2018	2019e
ICSA MUF					
Costos de Ingeniería y Construcción	7.315,08	9.372,40	6.603,02	8.877,51	10.014,95
Costos del Personal de Ingeniería y Construcción	7.701,63	8.092,34	10.767,19	9.386,25	11.186,89
Gastos del Personal de Ingeniería y Construcción	480,68	456,39	476,40	456,21	453,87
Costos Inmobiliarios	272,08	304,03	293,16	76,54	298,77
Gastos Generales de Administración Ingeniería y Construcción	305,64	227,48	221,62	269,97	247,22
Costo de Terrenos Corrientes	15,87	90,13	8,85	-	35,41
Costo de Depreciación Ingeniería y Construcción	467,13	394,20	314,95	299,24	466,37
Gasto de Depreciación Ingeniería y Construcción	14,75	14,86	3,76	2,90	8,73
Costo de Mercadotecnia Ingeniería y Construcción	0,38	0,42	0,59	0,39	0,65
Gasto de Mercadotecnia Ingeniería y Construcción	0,75	13,24	29,73	27,91	17,79
Costo de Amortización Ingeniería y Construcción	2,63	3,13	17,40	15,10	11,63
Gasto de Amortización Ingeniería y Construcción	38,26	13,02	10,68	9,90	16,90
Otros Gastos por función Ingeniería y Construcción	7,14	1,98	3,41	3,93	0,16
Total ICSA MUF	16.622,01	18.983,62	18.750,75	19.425,85	22.759,36

Tabla 20 Detalle Costos y Gastos Inmobiliaria Aconcagua

	2015	2016	2017	2018	2019e
Inmobiliaria Aconcagua MUF					
Gastos del Personal de Inmobiliaria Aconcagua	258,12	195,93	133,68	129,36	169,55
Costos Inmobiliarios	3.827,07	2.597,48	2.010,97	2.502,38	3.420,47
Gastos Generales de Administración Inmobiliaria Aconcagua	102,24	114,31	120,91	101,51	108,05
Costo de Ventas Proyectos en ejecución	-	-	312,47	-	106,74
Otros Costos Inmobiliarios	-	-	357,25	38,21	135,81
Gasto de Depreciación Inmobiliaria Aconcagua	6,50	0,57	6,56	3,60	4,18
Gasto de Depreciación Viviendas en arriendo Inmobiliaria Aconcagua	-	-	-	3,92	1,16
Costo de Mercadotecnia Inmobiliaria Aconcagua	85,81	60,99	58,93	76,04	98,11
Gasto de Mercadotecnia Inmobiliaria Aconcagua	52,40	53,75	64,33	46,51	53,23
Gasto de Amortización Inmobiliaria Aconcagua	22,51	14,57	15,97	12,48	15,67
Total Inmobiliaria Aconcagua MUF	4.354,66	3.037,60	3.081,08	2.914,02	4.112,98

Tabla 21 Detalle Costos y Gastos Segmento Edificación

	2015	2016	2017	2018	2019e
Segmento Edificación MUF					
Costos Directos Edificación	2.428,59	3.072,79	2.416,23	2.162,11	3.164,97
Costos del Personal Edificación	1.271,05	1.255,04	994,67	940,92	1.400,47
Gastos del Personal Edificación	82,86	98,48	68,90	65,57	76,64
Costos Inmobiliarios	277,42	359,21	-	-	173,18
Gastos Generales de Administración Edificación	70,65	63,24	42,70	40,46	51,98
Costo Depreciación Edificación	17,89	12,74	5,50	1,09	10,86
Gasto Depreciación Edificación	0,12	0,09	-	-	0,04
Costo mercadotecnia Edificación	3,35	1,40	-	0,02	1,51
Gasto mercadotecnia Edificación	1,37	3,54	2,90	3,23	2,80
Costo Amortización Edificación	1,36	1,27	0,10	-	0,76
Gasto Amortización Edificación	-	-	-	-	-
Otros gastos por función Edificación	0,03	0,18	0,10	0,05	0,01
Total Edificación MUF	4.154,70	4.867,98	3.531,10	3.213,46	4.883,23

Tabla 22 Detalle Costos y Gastos Segmento Rentas y Desarrollo Inmobiliario

	2015	2016	2017	2018	2019e
Rentas y Desarrollo Inmobiliario UF					
Costos directos Rentas y Desarrollo Inmobiliario	57,72	1.099,25	702,02	1.521,72	1.157,19
Gastos del personal Rentas y Desarrollo Inmobiliario	35,73	28,28	49,44	46,26	39,41
Gastos generales de administración Rentas y Desarrollo Inmobiliario	92,08	96,22	58,37	54,11	71,98
Costo terrenos corrientes Rentas y Desarrollo Inmobiliario	391,45	-	-	-	-
Gasto depreciación Rentas y Desarrollo Inmobiliario	0,08	-	-	-	0,02
Costo de mercadotecnia Rentas y Desarrollo Inmobiliario	-	0,03	0,85	1,07	0,72
Gasto de mercadotecnia Rentas y Desarrollo Inmobiliario	-	3,86	6,64	8,88	4,93
Total Rentas y Desarrollo Inmobiliario UF	577,06	1.227,65	817,32	1.632,04	1.274,25

Tabla 23 Detalle Costos y Gastos Segmento Rentas y Desarrollo Inmobiliario

	2015	2016	2017	2018	2019e
Gastos por naturaleza Salfacorp MUF					
Gastos del Personal	204,66	194,26	210,68	188,44	201,97
Gastos generales de administración	48,81	86,77	162,79	171,05	109,56
Gastos de depreciación	0,01	-	6,29	5,48	2,47
Costo de Mercadotecnia	0,05	0,39	0,09	0,12	0,24
Gasto de Amortización	1,03	1,26	1,45	0,21	1,02
Gasto de Mercadotecnia	0,14	1,69	5,13	8,45	3,37
Otros Costos	-	-	17,24	14,84	5,17
Costo de Terrenos	-	-	-	158,37	52,27
Total Gastos por Naturaleza Salfacorp MUF	254,70	284,36	403,67	546,96	376,07
Ajustes y Eliminaciones MUF	-3.001,18	-3.237,72	-2.800,41	-2.661,43	-3.558,64
TOTAL GASTOS POR NATURALEZA MUF	22.961,94	25.163,49	23.783,51	25.070,89	29.847,25

Cabe señalar que, con excepción del año 2017, donde se produjo una disminución en la variación porcentual de los costos de la compañía, estos se encuentran en consonancia a la estructura de ingresos de la empresa, es decir, no existe desalineaciones entre los ingresos y costos de Salfacorp.

Tabla 24 Detalle Costos y Gastos por segmentos y variación porcentual

Segmentos	2015	2016	2017	2018	2019e	2016	2017	2018	2019e	Promedio
Total gastos por naturaleza segmento ICOSA	16.622,01	18.983,62	18.750,75	19.425,85	22.759,36	14,21%	-1,23%	3,60%	17,16%	8,44%
Total gastos por naturaleza Inmobiliaria Aconcagua	4.354,66	3.037,60	3.081,08	2.914,02	4.112,98	-30,24%	1,43%	-5,42%	41,14%	1,73%
Total gastos por naturaleza segmento Edificación	4.154,70	4.867,98	3.531,10	3.213,46	4.883,23	17,17%	-27,46%	-9,00%	51,96%	8,17%
Total gastos por naturaleza Renta y Desarrollo Inmobiliario	577,06	1.227,65	817,32	1.632,04	1.274,25	112,74%	-33,42%	99,68%	-21,92%	39,27%
Total Otros gastos por naturaleza Salfacorp	254,70	284,36	403,67	546,96	376,07	11,65%	41,96%	35,50%	-31,24%	14,46%
Ajustes y Eliminaciones	-3.001,18	-3.237,72	-2.800,41	-2.661,43	-3.558,64	7,88%	-13,51%	-4,96%	33,71%	5,78%
Total Gastos por Naturaleza UF	22.961,94	25.163,49	23.783,51	25.070,89	29.847,25	9,59%	-5,48%	5,41%	19,05%	7,14%

Tabla 25 Detalle Costos y Gastos por macrosegmentos y variación porcentual

Segmentación entre Vivienda e Infraestructura	Gastos por segmentos MUF					Variación Anual				
	2015	2016	2017	2018	2019e	2016	2017	2018	2019e	Promedio
Total gastos Infraestructura	16.876,71	19.267,98	19.154,41	19.972,80	23.135,43	14,17%	-0,59%	4,27%	15,83%	8,42%
Total gastos Vivienda post ajustes y eliminaciones	6.085,23	5.895,51	4.629,10	5.098,09	6.711,82	-3,12%	-21,48%	10,13%	31,65%	4,30%
Total gastos por naturaleza	22.961,94	25.163,49	23.783,51	25.070,89	29.847,25	9,59%	-5,48%	5,41%	19,05%	7,14%

A nivel de macrosegmento, los ajustes fueron imputados al total de gastos de vivienda de la compañía.

2.10.4 Costos y Gastos Operacionales según clasificación Salfacorp

A continuación, se presentan los costos y gastos operacionales separando la depreciación del ejercicio y amortización de los intangibles a junio de 2019. Los cuadros correspondientes a los periodos 2015 al 2018, se presentan en el Anexo 4:

Tabla 26 Estado de Resultado por función

EERR Jun 2019 MUF	ICSA	Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Salfacorp	Ajustes y eliminaciones	Consolidado
Ingresos de actividades ordinarias	11.493,38	1.612,29	1.614,04	392,03	169,82	-1.113,13	14.168,42
Costo de Ventas	-10.831,68	-1.316,08	-1.528,82	-337,85	-6,32	921,64	-13.099,12
Ganancia Bruta	661,69	296,21	85,22	54,18	163,50	-191,50	1.069,30
Otros Ingresos, por función	1,12	1,05	-	-0,00	-	-	2,17
Costo de Distribución	-0,10	-46,75	-	-0,13	-0,06	-	-47,03
Gastos de Administración	-385,61	-139,56	-55,08	-41,20	-193,97	181,97	-633,46
Otros Gastos, por función	-0,10	-	-	-	-	-	-0,10
Otras(pérdidas) ganancias	0,21	-	-	-	-9,53	9,53	0,21
Resultados Financieros Netos	-108,06	-51,97	-0,56	-10,28	-22,87	0,00	-193,75
Participación en ganancias(pérdida) de asociadas	170,76	18,30	5,80	-8,25	335,92	-332,05	190,49
Diferencias de cambio	4,83	-	-	-0,71	-0,02	-	4,10
Resultado por unidades de reajuste	-22,11	1,37	-3,40	9,87	-16,51	-	-30,80
Ganancia antes de impuesto	322,64	78,65	31,97	3,48	256,46	-332,05	361,15
Gasto por impuesto a las ganancias	-40,23	-16,28	-7,10	-3,21	30,07	-0,00	-36,75
Ganancia del ejercicio	282,42	62,38	24,86	0,26	286,53	-332,05	324,41

Depreciación y Amortización por segmento de negocio:

Tabla 27 Depreciación y amortización

Valores en MUF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Total Depreciación y Amortización ICSA	503,63	503,63	503,63	503,63	503,63
Total Depreciación y Amortización Inmobiliaria Aconcagua	19,85	19,85	21,01	21,01	21,01
Total Depreciación y Amortización Segmento Edificación	11,67	11,67	11,67	11,67	11,67
Total Depreciación y Amortización Rentas y Desarrollo Inmobiliario	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Total Depreciación y Amortización Salfacorp S.A.	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48
Total Depreciación y Amortización	538,65	538,65	539,81	539,81	539,81

2.10.5 Análisis Otros Ingresos y Gastos Operacionales fuera de Explotación

Al analizar las partidas que forman parte de los estados de resultados, se puede concluir que existen cuentas tales como otros ingresos y otras pérdidas o ganancias y otros gastos por función, que pueden tener un carácter recurrente o no recurrente en el tiempo. A continuación, se explica el carácter de cada componente señalado:

2.10.5.1 Otros Ingresos por Función

La tabla adjunta muestra el desglose contable de Otros Ingresos por función, a partir del ejercicio 2015 al 30 de junio de 2019, donde se puede apreciar el uso recurrente de esta partida, sin embargo, al revisar la naturaleza de estas cuentas y los montos de cada ítem para efectos de esta valorización se considerará como no recurrente.

Tabla 28 Otros Ingresos por Función

Otros ingresos por función MUF	2015	2016	2017	2018	2019e
Otros	4,90	3,36	0,68	0,65	0,97
Ganancia por baja de activos no corrientes	13,06	3,67	8,86	11,07	3,71
Indemización y seguros	5,44	2,77	1,36	2,54	1,20
Total Otros Ingresos por función MUF	23,41	9,81	10,90	14,26	5,89

2.10.5.2 Otras (Pérdidas) Ganancias

La tabla adjunta muestra el desglose contable de Otras (pérdidas) ganancias, a partir del ejercicio 2015 al 30 de junio de 2019, donde se puede apreciar que la mayor parte de su componente es no recurrente:

Tabla 29 Otras (Pérdidas) Ganancias

MUF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Donaciones	-0,07	-0,03	-0,15	-0,18	-0,00
Multas, reajustes e intereses	-1,39	-0,00	-0,12	-	0,02
Gastos Perú	-	-	-6,38	-10,26	-0,24
Pérdida venta inversión	-0,33	-	-	-	0,01
Proporcionalidad IVA	-0,02	-	-	-	0,00
Otros	0,56	-8,26	-3,34	-0,00	-0,16
Otros Ingresos por ventas	-	-	1,31	2,50	0,05
Deterioro Plusvalia	-2,95	-16,32	-10,31	-14,57	-0,50
Resultados no realizados	20,25	-	-	-	-0,38
Total Otras(Pérdidas) y Ganancias MUF	16,04	-24,61	-19,01	-22,50	-1,20

2.10.5.3 Otros Gastos, por Función

Al revisar detalladamente los estados de resultados de la compañía, lamentablemente no aparece el detalle de cuentas que componen este ítem, por lo tanto, para efectos de este informe se asumió no recurrente, debido a que siempre presenta montos, los cuales no son significativos para el análisis.

2.10.6 Análisis de Cuentas No Operacionales

Al revisar las cuentas de resultados no operacionales, se puede concluir que estas aportan al resultado de la compañía, de acuerdo con la siguiente frecuencia:

Tabla 30 Análisis de partidas de resultados no operacionales

Cuenta No Operacional	Frecuencia
Ingresos Financieros	Recurrente
Costos Financieros	Recurrente
Participación en las ganancias(pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.	Recurrente
Diferencias de cambio	Recurrente
Resultado por unidades de reajuste	Recurrente

Del conjunto de cuentas anteriormente analizadas, cabe destacar que la cuenta Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación, es de frecuencia recurrente debido a que esta refleja el resultado obtenido en las sociedades en las cuales Salfacorp ha realizado inversiones para de esta manera ejecutar negocios conjuntos. Se adjunta detalle En el siguiente detalle se muestran los resultados desde el 2015 de esta cuenta.

Tabla 31 Participación en negocios conjuntos

MUF	2015	2016	2017	2018	2019e
Participación en ganancias(pérdida) de asociadas	183,17	304,64	374,94	443,83	380,98

2.10.7 Análisis de Activos

Se presenta un detalle del total de activos de Salfacorp, separados por plazo (corriente y no corriente), clasificación (operacional, no operacional) y detalle con el contenido que tiene cada cuenta. Los saldos fueron expresados en Miles de UF.

ANALISIS DE ACTIVOS MUF

ACTIVOS CORRIENTES	CLASIFICACIÓN	JUN-19 MUF	DETALLE
Efectivo y equivalente en efectivo	Operacional	1.832	El efectivo y equivalentes al efectivo incluyen el efectivo en caja, bancos, los depósitos a plazo en entidades de crédito, fondos mutuos y otras inversiones a corto plazo de gran liquidez con un vencimiento de tres meses o menos desde la fecha de adquisición y que presentan un bajo riesgo de pérdida de valor.
Otros Activos financieros	No Operacional	15	Dentro de este rubro se encuentran inversiones en Fondos Mutuos, Letras por cobrar, Acciones, contratos forward no designados como de cobertura, pagarés de clientes, depósitos a plazos mayores a 90 días e inversiones en otras sociedades (entre otros)
Otros Activos no financieros	No Operacional	287	Dentro de este rubro se encuentran principalmente anticipos de subcontratos, anticipo de compra de terrenos, arriendos pagados por anticipados, boletas de garantías pagadas por adelantado, sueldos pagados por adelantado y otros gastos anticipados, cuyo vencimiento es menor a un año.
Deudores Comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	Operacional	5.813	En relación a los Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, este rubro comprende principalmente los créditos o cuentas por cobrar por ventas de bienes y servicios efectuadas en el curso normal de los negocios, con un vencimiento inferior a doce meses del cierre de los EERR. Adicionalmente se presentan en este rubro aquellos activos de contrato tales provisiones por servicios aun no facturados (grado de avance) y cuentas por cobrar por costos reembolsables.
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	No Operacional	1.152	Los saldos de cuentas por cobrar y por pagar con partes relacionadas corresponden a operaciones comerciales y de financiamiento pactadas en pesos chilenos, dólares estadounidenses, nuevo sol peruano, y peso uruguayo. Estas operaciones no tienen cláusulas de restricciones y/o condiciones contingentes así como tampoco el cobro de intereses.
Inventarios corrientes	Operacional	3.096	Los inventarios corrientes comprenden aquellos proyectos inmobiliarios en proceso de construcción, cuyas fechas estimadas de venta final no superan los 12 meses contados desde la fecha de cierre del ejercicio. Los proyectos incluidos en esta clasificación se encuentran en las distintas etapas del proceso de desarrollo inmobiliario, que van desde el estudio y diseño, pasando por macroloteo y desarrollo de infraestructuras, e incluyendo proyectos en etapas iniciales de construcción de viviendas
Activos por impuestos corrientes	No Operacional	1.471	Dentro de este rubro se incluyen Remanentes de Impuesto al Valor Agregado, Pagos Provisionales Mensuales, Crédito 65% Construcción e Impuestos a la Renta en proceso de recuperación.
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES		13.666	

ACTIVOS NO CORRIENTES	CLASIFICACIÓN	CPO	DETALLE
Otros Activos Financieros	No Operacional	50	Dentro de este rubro se encuentran inversiones en Fondos Mutuos, Letras por cobrar, Acciones, contratos forward no designados como de cobertura, pagarés de clientes, depósitos a plazos mayores a un año e inversiones en otras sociedades (entre otros)
Otros Activos no Financieros	No Operacional	103	Dentro de este rubro se encuentran principalmente anticipos de subcontratos, anticipo de compra de terrenos, arriendos pagados por anticipados, boletas de garantías pagadas por adelantado, sueldos pagados por adelantado y otros gastos anticipados, cuyo vencimiento es mayor a un año.
Cuentas por cobrar no corrientes	Operacional	777	En relación a los Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, este rubro comprende principalmente los créditos o cuentas por cobrar por ventas de bienes y servicios efectuadas en el curso normal de los negocios, con un vencimiento mayor a un año. Adicionalmente se presentan en este rubro aquellos activos de contrato tales provisiones por servicios aun no facturados (grado de avance) y cuentas por cobrar por costos reembolsables.
Inventarios no corrientes	Operacional	10.096	Los inventarios corrientes comprenden aquellos proyectos inmobiliarios en proceso de construcción, cuyas fechas estimadas de venta final superan los 12 meses contados desde la fecha de cierre del ejercicio. Los proyectos incluidos en esta clasificación se encuentran en las distintas etapas del proceso de desarrollo inmobiliario, que van desde el estudio y diseño, pasando por macroloteo y desarrollo de infraestructuras, e incluyendo proyectos en etapas iniciales de construcción de viviendas
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	No Operacional	1.658	Los saldos de cuentas por cobrar y por pagar con partes relacionadas corresponden a operaciones comerciales y de financiamiento pactadas en pesos chilenos, dólares estadounidenses, nuevo sol peruano, y peso uruguayo. Estas operaciones no tienen cláusulas de restricciones y/o condiciones contingentes así como tampoco el cobro de intereses. Y cuyo plazo de vencimiento es mayor a un año.
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	No Operacional	3.310	Las inversiones registradas se encuentran de acuerdo con NIC 28. La Sociedad aplica el Método de la participación, reconociendo sus utilidades y pérdidas de acuerdo a su participación accionaria. El valor libro de las Inversiones no difiere significativamente de su valor razonable, por ende las transacciones registradas se encuentran a precio de mercado. La Compañía no registra pasivos contingentes incurridos por participaciones en negocios conjuntos o asociadas, así como también no tiene compromisos no reconocidos a la fecha de la actual presentación.
Activos intangibles distintos de la plusvalía	No Operacional	2.334	Corresponden a los siguientes activos: Marcas Comerciales, Programas Informáticos, Gastos de investigación y desarrollo y amortización.
Plusvalía	No Operacional	769	La plusvalía representa el exceso del costo de adquisición sobre el valor razonable de la participación de la Sociedad Matriz en los activos netos identificables de la subsidiaria o asociada adquirida a la fecha de adquisición y es contabilizada a su valor de costo menos pérdidas acumuladas por deterioro.
Propiedades, Planta y Equipo	Operacional	2.247	Corresponde a los terrenos, edificios, planta y equipos, equipamiento de tecnologías de la información, instalaciones fijas y accesorios y vehículos de motor.
Propiedades de Inversión	No Operacional	164	Las propiedades de inversión corresponden a viviendas en arriendo, donde su valor razonable se estima de acuerdo al valor de adquisición.
Activos por impuestos no corrientes	No Operacional	637	Dentro de este rubro se incluyen Crédito Ley Austral e Impuestos a la Renta en proceso de recuperación.
Activos por impuestos diferidos	No Operacional	2.853	Son los impuestos que se espera recuperar en el futuro por las diferencias temporarias que surgen entre las bases fiscales de los activos y sus importes en libros en las cuentas anuales

TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTE 24.998

TOTAL DE ACTIVOS 38.664

2.11 Proyección de los Estados de Resultados (EERR)

2.11.1 Proyección de los Ingresos de Operación

Para objeto de este informe respecto a la proyección de ingresos de la compañía, se utilizarán las proyecciones realizadas por la Cámara Chilena de la Construcción en el Informe MACH 50, emitido en el mes de mayo de 2019. En los siguientes cuadros se muestra la proyección utilizada por cada unidad de negocio, donde en la columna observaciones se especifica el criterio utilizado.

Tabla 32 Ingresos Projectados ICOSA-Expresados en Miles de UF-MUF

ICOSA MUF	2020	2021	2022	2023	2019 e	Observaciones
Venta de Ingeniería y Construcción	23.139,36	24.180,64	25.268,76	26.405,86	22.142,93	Crecimiento 4,5% Industrial
Servicio de Ingeniería y Construcción	782,06	915,01	1.070,56	1.252,55	668,42	Crecimiento 17% promedio 2015-2019 e
Ventas Inmobiliarias	410,56	429,03	448,34	468,52	392,88	Crecimiento 4,5% Industrial
Venta de Terrenos Corrientes	138,05	198,79	286,25	412,20	95,87	Crecimiento 44% promedio 2015-2019 e
Total ICOSA	24.470,03	25.723,46	27.073,91	28.539,13	23.300,10	

Tabla 33 Ingresos Projectados Inmobiliaria Aconcagua-Expresados en Miles de UF-MUF

Inmobiliaria Aconcagua MUF	2020	2021	2022	2023	2019 e	Observaciones
Ventas de viviendas	3.992,74	4.164,43	4.343,50	4.530,27	3.828,13	Crecimiento 4,3% Industrial
Ventas de terrenos y proyectos en ejecución	177,75	215,08	260,25	314,90	146,90	Crecimiento 21% promedio 2015-2019 e
Ingresos por arriendo de propiedades de inversión	2,64	2,73	2,83	2,93	2,55	Crecimiento 35% promedio 2015-2019 e
Otras obras inmobiliarias	489,23	513,69	539,38	566,35	465,93	Crecimiento 5% promedio 2015-2019 e
Total Aconcagua	4.662,36	4.895,94	5.145,95	5.414,44	4.443,52	

Tabla 34 Ingresos Projectados Segmento Edificación-Expresados en Miles de UF-MUF

Segmento Edificación MUF	2020	2021	2022	2023	2019 e	Observaciones
Ventas de viviendas	209,36	218,37	227,76	237,55	200,73	Crecimiento 4,3% Industrial
Ventas de terrenos no corrientes	7,99	5,99	4,49	3,37	10,65	Crecimiento -25% promedio 2015-2019 e
Ventas de edificación	4.910,09	5.121,22	5.341,44	5.571,12	4707,66	Crecimiento 4,3% Industrial
Otras ventas edificación	1,49	1,89	2,41	3,05	1,17	Crecimiento 27% promedio 2015-2019 e
Total Segmento Edificación	5.128,93	5.347,48	5.576,09	5.815,09	4.920,22	

Tabla 35 Ingresos Projectados Segmento Renta y Desarrollo-Expresados en Miles de UF-MUF

Renta y Desarrollo Inmobiliario MUF	2020	2021	2022	2023	2019 e	Observaciones
Venta de terrenos corrientes	1.341,27	1.398,95	1.459,10	1.521,84	1.285,97	Crecimiento 4,3% Industrial
Venta de terrenos no corrientes	81,31	60,98	45,74	34,30	108,42	Crecimiento -25% promedio 2015-2019 e
Otras ventas edificación	2,61	1,96	1,47	1,10	3,49	Crecimiento -25% promedio 2015-2019 e
Otras ventas inmobiliarias	77,65	80,99	84,47	88,11	74,45	Crecimiento 4,3% Industrial
Total Renta y Desarrollo Inmobiliario	1.502,85	1.542,88	1.590,78	1.645,35	1.472,33	

Tabla 36 Ingresos Projectados Segmento Servicios de Ingeniería-Expresados en Miles de UF-MUF

Servicios de ingeniería y construcción MUF	2020	2021	2022	2023	2019 e	Observaciones
Servicios de ingeniería y construcción	433,25	493,90	563,05	641,88	380,04	Crecimiento 14% promedio 2015-2019 e
Venta de terrenos corrientes	53,91	56,23	58,64	61,16	51,68	Crecimiento 4,3% Industrial
Total Servicios de ingeniería y construcción	487,15	550,13	621,69	703,04	431,73	

Tabla 37 Ajustes Projectados Expresados en Miles de UF-MUF

Ajustes y eliminaciones MUF	2020	2021	2022	2023	2019 e	Observaciones
Ajustes y eliminaciones otros	- 1.490,13	- 1.698,75	- 1.936,58	- 2.207,70	- 1.307,13	Crecimiento 14% promedio 2015-2019 e
Ajustes y eliminaciones edificación	- 2.440,57	- 2.560,16	- 2.685,61	- 2.817,20	- 2.326,57	Crecimiento 4,9% promedio 2015-2019 e
Total Ajustes y eliminaciones	- 3.930,71	- 4.258,91	- 4.622,19	- 5.024,90	- 3.633,71	

Tabla 38 Total Ingresos Projectados 2019-2023 Expresados en Miles de UF-MUF

MUF	2020	2021	2022	2023	2019 e
Total Ingresos por Actividades Ordinarias	32.320,62	33.800,97	35.386,24	37.092,16	30.934,19

2.11.2 Proyección de los Costos y Gastos de la Operación

Para la proyección de los costos y gastos operacionales de Salfacorp se debe distinguir entre costos de explotación y gastos de administración y ventas, como así también aquellos costos que son fijos y aquellos que son variables en función del volumen de ventas.

Para clasificar los costos de operación utilizaremos los siguientes supuestos:

- Las proyecciones de los costos variables son función del porcentaje promedio de las ventas entre los años 2015 al 2019.
- Para el caso de los costos fijos, estos se mantienen constantes como proyección del promedio de los años 2015 y 2018.
- Los costos y gastos serán proyectados por unidad de negocio

Cabe señalar que se hacen las siguientes distinciones en cada cuadro de costos:

F/V: Costo Fijo o Variable

TIPO: Se clasifica cada componente de acuerdo con su contribución en el Estado de Resultado

CV: Costo de Ventas

GAV: Gasto de Administración y Ventas

OCD: Otros Costos Distribución

OG: Otros Gastos por función

Tabla 39 Costos y Gastos ICSA 2019-2023

		2020	2021	2022	2023	2019 e
ICSA MUF						
Costos de Ingeniería y Construcción	V CV	10.311,73	10.851,32	11.432,68	12.063,43	10.014,95
Costos del Personal de Ingeniería y Construcción	V CV	11.515,06	12.117,61	12.766,81	13.471,17	11.186,89
Gastos del Personal de Ingeniería y Construcción	V GAV	647,95	694,61	744,87	799,41	453,87
Costos Inmobiliarios	V CV	307,90	324,01	341,37	360,20	298,77
Gastos Generales de Administración Ingeniería y Construcción	F GAV	247,22	247,22	247,22	247,22	247,22
Costo de Terrenos Corrientes	V CV	36,49	38,40	40,45	42,69	35,41
Costo de Depreciación Ingeniería y Construcción	F CV	466,37	466,37	466,37	466,37	466,37
Gasto de Depreciación Ingeniería y Construcción	F GAV	8,73	8,73	8,73	8,73	8,73
Costo de Mercadotecnia Ingeniería y Construcción	V OCD	0,59	0,62	0,65	0,68	0,65
Gasto de Mercadotecnia Ingeniería y Construcción	V GAV	24,74	26,52	28,44	30,52	17,79
Costo de Amortización Ingeniería y Construcción	F CV	11,63	11,63	11,63	11,63	11,63
Gasto de Amortización Ingeniería y Construcción	F GAV	16,90	16,90	16,90	16,90	16,90
Otros Gastos por función Ingeniería y Construcción	V OG	4,35	4,57	4,81	5,07	0,16
Total ICSA MUF		23.599,66	24.808,51	26.110,93	27.524,03	22.759,36

Tabla 40 Costos y Gastos Inmobiliaria Aconcagua 2019-2023

		2020	2021	2022	2023	2019 e
Inmobiliaria Aconcagua MUF	F/V TIPO					
Gastos del Personal de Inmobiliaria Aconcagua	V GAV	245,84	263,05	281,48	301,26	169,55
Costos Inmobiliarios	V CV	3.518,46	3.694,73	3.883,40	4.086,02	3.420,47
Gastos Generales de Administración Inmobiliaria Aconcagua	F GAV	108,05	108,05	108,05	108,05	108,05
Costo de Ventas Proyectos en ejecución	V CV	109,80	115,30	121,19	127,51	106,74
Otros Costos Inmobiliarios	V CV	139,70	146,70	154,19	162,24	135,81
Gasto de Depreciación Inmobiliaria Aconcagua	F GAV	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18
Gasto de Depreciación Viviendas en arriendo Inmobiliaria Aconcagua	F GAV	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
Costo de Mercadotecnia Inmobiliaria Aconcagua	V OCD	93,95	98,66	103,69	109,10	98,11
Gasto de Mercadotecnia Inmobiliaria Aconcagua	V GAV	78,68	84,19	90,09	96,43	53,23
Gasto de Amortización Inmobiliaria Aconcagua	F GAV	15,67	15,67	15,67	15,67	15,67
Total Inmobiliaria Aconcagua UF		4.315,50	4.531,70	4.763,11	5.011,63	4.112,98

Tabla 41 Costos y Gastos Segmento Edificación 2019-2023

		2020	2021	2022	2023	2019 e
Segmento Edificación MUF	F/V TIPO					
Costos Directos Edificación	V CV	3.224,24	3.361,95	3.506,02	3.656,62	3.164,97
Costos del Personal Edificación	V CV	1.426,83	1.487,77	1.551,52	1.618,17	1.400,47
Gastos del Personal Edificación	V GAV	108,85	115,63	122,72	130,13	76,64
Costos Inmobiliarios	V CV	176,64	184,18	192,07	200,32	173,18
Gastos Generales de Administración Edificación	F GAV	51,98	51,98	51,98	51,98	51,98
Costo Depreciación Edificación	F CV	10,86	10,86	10,86	10,86	10,86
Gasto Depreciación Edificación	F GAV	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Costo mercadotecnia Edificación	V OCD	1,43	1,49	1,56	1,62	1,51
Gasto mercadotecnia Edificación	V GAV	3,91	4,16	4,41	4,68	2,80
Costo Amortización Edificación	F CV	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Gasto Amortización Edificación	F GAV	-	-	-	-	-
Otros gastos por función Edificación	V OG	0,09	0,09	0,10	0,10	0,01
Total Edificación MUF		5.005,64	5.218,93	5.442,05	5.675,30	4.883,23

Tabla 42 Costos y Gastos Segmento Rentas y Desarrollo Inmobiliario 2019-2023

		2020	2021	2022	2023	2019 e
Rentas y Desarrollo Inmobiliario MUF	F/V TIPO					
Costos directos Rentas y Desarrollo Inmobiliario	V CV	887,31	910,95	939,23	971,45	1.157,19
Gastos del personal Rentas y Desarrollo Inmobiliario	V GAV	79,03	82,85	87,43	92,65	39,41
Gastos generales de administración Rentas y Desarrollo Inmobiliario	F GAV	71,98	71,98	71,98	71,98	71,98
Costo terrenos corrientes Rentas y Desarrollo Inmobiliario	V CV	247,17	253,76	261,64	270,61	-
Gasto depreciación Rentas y Desarrollo Inmobiliario	F GAV	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Costo de mercadotecnia Rentas y Desarrollo Inmobiliario	V OCD	0,60	0,62	0,64	0,66	0,72
Gasto de mercadotecnia Rentas y Desarrollo Inmobiliario	V GAV	8,99	9,42	9,95	10,54	4,93
Total Rentas y Desarrollo Inmobiliario MUF		1.295,10	1.329,60	1.370,88	1.417,91	1.274,25

Tabla 43 Costos y Gastos Segmento Salfacorp 2019-2023

		2020	2021	2022	2023	2019 e
Salfacorp MUF	F/V TIPO					
Gastos del Personal	V GAV	318,67	374,21	437,32	509,07	201,97
Gastos generales de administración	F GAV	109,56	109,56	109,56	109,56	109,56
Gastos de depreciación	F GAV	2,47	2,47	2,47	2,47	2,47
Costo de Mercadotecnia	V OCD	0,25	0,28	0,31	0,35	0,24
Gasto de Amortización	F GAV	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
Gasto de Mercadotecnia	V GAV	6,00	7,05	8,23	9,59	3,37
Otros Costos	V CV	4,61	5,21	5,88	6,65	5,17
Costo de Terrenos	V CV	46,62	52,65	59,50	67,28	52,27
Total Gastos por Naturaleza Salfacorp UF		489,19	552,43	624,29	705,98	376,07

Tabla 44 Ajustes y Total de Costos y Gastos Consolidados 2019-2023

	2020	2021	2022	2023	2019 e
Ajustes y Eliminaciones MUF	-3.855,06	-4.176,95	-4.533,23	-4.928,19	-3.558,64
TOTAL GASTOS POR NATURALEZA MUF	30.850,04	32.264,22	33.778,04	35.406,66	29.847,25

2.11.3 Proyección del Resultado No Operacional.

En cuanto a la proyección de aquellas cuentas no operacionales se ha considerado que se mantendrán constantes los montos de estas partidas para el periodo de evaluación. El valor proyectado para cada partida se estimará mediante promedio aritmético de los años 2015 y el estimado de 2019.

Respecto a los ingresos y costos financieros, estos se asumen constante para la proyección del estado de resultado, esto asume que la amortización futura de la deuda vigente se financia al mismo nivel de tasas que el actual financiamiento.

Para las partidas de Diferencia de Cambio y Resultados por Unidad de Reajuste, se proyectarán constante para los periodos analizados, y los cuales son calculados mediante el promedio aritmético resultante entre los años 2015 y el estimado de 2019. Este supuesto asume que los efectos contables que se generan producto de los descalces en monedas extranjeras y de inflación, se mantienen estables.

De acuerdo con la información expuesta anteriormente para cada segmento de negocio y considerando los supuestos establecidos, se adjuntan los Estados de Resultados proyectados consolidados de Salfacorp para el periodo 2019-2023. Adicionalmente se debe considerar una tasa de impuesto constante para la proyección.

Tabla 45 Estados de Resultados Proyectados 2019-2023

Valores Expresados en MUF	2019 Jun	2019 Final	2019 3t-4t	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de Actividades Ordinarias	14.168,42	30.934,19	16.765,76	32.320,62	33.800,97	35.386,24	37.092,16	37.092,16
Costo de Ventas	-13.099,12	-28.432,12	-15.333,00	-29.040,56	-30.348,51	-31.745,54	-33.245,46	-33.245,46
Ganancia Bruta	1.069,30	2.502,07	1.432,76	3.280,06	3.452,46	3.640,70	3.846,70	3.846,70
Otros ingresos por función	2,17	5,89	3,71	3,66	3,83	4,01	4,20	4,20
Costos de Distribución	-47,03	-101,22	-54,19	-96,81	-101,66	-106,85	-112,42	-112,42
Gastos de Administración	-633,46	-1.313,74	-680,28	-1.708,23	-1.809,39	-1.920,74	-2.043,60	-2.043,60
Otros Gastos por función	-0,10	-0,17	-0,07	-4,44	-4,57	-4,91	-5,07	-5,07
Otras (pérdidas) ganancias	0,21	-1,20	-1,41	-10,25	-10,25	-10,25	-10,25	-10,25
Resultado Financiero Neto	-193,75	-387,49	-193,75	-348,36	-348,36	-348,36	-348,36	-348,36
Participación en Ganancias de aso.	190,49	380,98	190,49	337,51	337,51	337,51	337,51	337,51
Diferencias de Cambio	4,10	8,21	4,10	10,09	10,09	10,09	10,09	10,09
Resultados por unidades de reajuste	-30,80	-61,59	-30,80	-86,34	-86,34	-86,34	-86,34	-86,34
Ganancia(pérdida) antes de impuestos	361,15	1.031,73	670,58	1.376,88	1.443,31	1.514,86	1.592,45	1.592,45
Gasto por impuesto a las ganancias	-36,75	-278,57	-241,82	-215,90	-226,31	-237,53	-249,70	-249,70
Ganancia del ejercicio	324,41	753,17	428,76	1.160,99	1.217,00	1.277,33	1.342,75	1.342,75

Nota: Se incluye año 2024, para objeto de posterior valorización de la compañía.

2.12 Proyección del Flujo de Caja Libre

2.12.1 Flujo de Caja Bruto (FCB)

A continuación, se presenta en detalle el flujo de caja libre incluyendo análisis de cuentas de resultado:

FLUJO DE CAJA LIBRE (EEFF IFRS por Función)

+	Ingresos de actividades ordinarias
-	Costo de ventas
=	Ganancia bruta
-	Costos de distribución
-	Gasto de administración
+	Otros ingresos, por función
-	Otros gastos, por función
+	Otras ganancias (pérdidas)
+	Ingresos financieros
-	Costos financieros
+	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación
+/-	Diferencias de cambio
+/-	Resultados por unidades de reajuste
=	Ganancia (o pérdida) Antes de Impuestos
-	Gasto por impuestos a las ganancias
=	Ganancia (pérdida) AJUSTES
+	Depreciación de Activo Fijo
+	Amortización de Activos Intangibles
-	Otros ingresos, por función (después de Impuestos)
+	Otros gastos, por función (después de Impuestos)
-	Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)
-	Ingresos financieros (después de Impuestos)
+	Costos financieros (después de Impuestos)
-	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos) ⁵
-/+	Diferencias de cambio
-/+	Resultados por unidades de reajuste
=	FLUJO DE CAJA BRUTO
-	Inversión en Reposición
-	Inversión en capital físico
-	Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo
=	FLUJO DE CAJA LIBRE

⁵ Se considera únicamente si el flujo de estas compañías no es recurrente.

El flujo de caja bruto parte reversando de la Ganancia (Pérdida) contable, aquellas partidas que no son flujo y las que no representan un flujo operativo para la empresa. En esta definición no se reversa la cuenta de resultados “Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación” debido a que esta se considera parte de la operación del negocio principal. Para ser más específicos Salfacorp participa constantemente en consorcios temporales con otras empresas mientras duren las obras o prestación de servicios respectivos.

Se adjunta detalle de resultados por cuentas en participación incluyendo estimado al cierre de 2019.

Tabla 46 EE.RR. Resultados por cuentas en participación 2015-2019

MUF	2015	2016	2017	2018	2019e
Participación en ganancias(pérdida) de asociadas	183,17	304,64	374,94	443,83	380,98

Se consideran en la conformación del flujo de caja bruto la reversa de las cuentas Otros Ingresos por Función, Otros Gastos por Función y Otras pérdidas (ganancias), debido a que corresponden a partidas que no son recurrentes, por lo tanto, no deben tener efecto sobre el flujo de caja permanente de la empresa.

2.12.2 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Los montos de depreciación y amortización deben ser reversados del flujo de caja, ya que se tratan de conceptos que no representan entradas o salidas efectivas de flujo.

Los montos por depreciación y amortización en el Estado de Resultado al 30 de junio de 2019 corresponden a 195 y 19 miles de UF respectivamente, estos montos se proyectarán en forma proporcional para el año 2019 para obtener el valor para los dos trimestres restantes y de esta manera proyectar los cuatro años restantes.

Tabla 47 EE.RR. Estimación Depreciación y Amortización 2019-2023

Expresados en MUF	2019-jun	2019-3t y 4t	2019 e	2020	2021	2022	2023
Total Depreciacion	195,00	298,83	493,83	493,83	493,83	493,83	493,83
Total Amortizacion	19,05	26,94	45,98	45,98	45,98	45,98	45,98

2.12.3 Ingresos y costos financieros

Los costos financieros deben ser reversados después de impuesto, debido a que estos son descontados de los ingresos, ya que corresponden a un gasto para la empresa, no obstante, se descuentan antes de impuesto, debido a que la deuda financiera posee un “escudo tributario”, la cual es descontada de los ingresos de la compañía antes del pago del impuesto al fisco, con esto se consigue un ahorro para la empresa equivalente al impuesto que exista en el país al momento del análisis.

2.12.4 Inversión de reposición

La inversión de reposición se define como todos aquellos los recursos destinados por la empresa a reemplazar los bienes de capital que se deprecian en el ejercicio. Al revisar en la documentación de Salfacorp, más específicamente sus memorias y prospectos, existe falta de información, por lo tanto, para propósito de este informe se asumió como política la de invertir en reposición al menos la depreciación de sus activos. En este sentido en Salfacorp se cumple que la mayor parte de su Propiedad, Planta y Equipo corresponde a maquinaria liviana y semi pesada y en menor medida edificios. Por lo tanto, resulta fundamental sustituir tales activos a medida que estos terminen su vida útil debido al desgaste natural por su uso. La vida útil de estos activos tiende a ser semejante a la vida contable y tributaria, por lo tanto, para esta valorización se considerará que inversión de reposición sea igual a la depreciación contable.

Tabla 48 Inversión de Reposición

	2019-jun	2019-3t y 4t	2019	2020	2021	2022	2023
Inversión de Reposición MUF	195,00	298,83	493,83	493,83	493,83	493,83	493,83

2.12.5 Estimación de nuevas inversiones

Para determinar nuevos aumentos en el volumen de inversiones para la compañía, asumiremos el supuesto mantener constante para los periodos futuros la relación Propiedad Planta y Equipo (PPE) dividido por el total de ingresos de actividades ordinarias durante el periodo de tiempo utilizado para realizar la valoración. En base a lo anteriormente señalado se procedió a realizar el cálculo para el periodo 2015-2018, arrojando un promedio anual de 7,8% por los cuatros años evaluados.

Resulta bastante difícil establecer el supuesto antes establecido, debido a que no necesariamente un aumento en los ingresos de la empresa implica un incremento automático en PPE, ya que la capacidad de los activos para generar ingresos puede variar con el correr del tiempo. En la practica la compañía realizaría nuevas inversiones, únicamente cuando un incremento en sus ingresos requiera de mayor capacidad productiva. Sin embargo, la depreciación acumulada representa aproximadamente un 57% del monto bruto en Propiedad Planta y Equipo a junio de 2019, y considerando que Salfacorp mantiene un adecuado nivel de CAPEX para sostener la capacidad de tales activos, se puede asumir para propósitos de proyección que la capacidad de los activos es independiente de la vida útil de la PPE neto siendo lineal a los ingresos de la compañía.

Tabla 49 Nuevas Inversiones

Cifras en MUF	2015	2016	2017	2018	jun-19	3t-4t 2019	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de Actividades Ordinarias	24.403,18	26.448,22	24.924,10	26.060,67	14.168,42	16.765,76	30.934,19	32.320,62	33.800,97	35.386,24	37.092,16
Total PPE, neto	2.188,23	1.849,32	1.947,85	1.932,11	2.247,25	164,71	2.411,96	2.520,06	2.635,48	2.759,09	2.892,10
PPE/Ventas	9,0%	7,0%	7,8%	7,4%	15,9%	1,0%					
Promedio Acumulado	9,0%	8,0%	7,9%	7,8%							
Promedio 2015-2018	7,8%										
Incremento (+) PPE 12 meses		-338,91	98,53	-15,74			164,71	108,10	115,42	123,60	-

2.12.6 Estimación de inversión en capital de trabajo

En cuanto a la determinación de la inversión en capital de trabajo, se considerarán aquellos activos y pasivos corrientes que no devengan intereses más aquellas cuentas necesarias para obtener el Capital Operacional de Trabajo Neto (CTON). Resulta importante destacar que las operaciones entre empresas relacionadas no generan intereses, por lo tanto, se consideran para objeto del cálculo del CTON.

Para propósito de esta valoración, las partidas líquidas, es decir, aquellas que al ser invertidas generan intereses como el efectivo y efectivo equivalente y en consecuencia ingresos financieros, no se incluyen en la determinación del CTON.

Tabla 50 Cálculo RCTON promedio 2015-2018

(Cifras en miles UF)

ACTIVOS CORRIENTES	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.752	1.517	1.921	2.778
Otros activos no financieros	280	170	246	372
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	6.504	6.442	5.587	6.077
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1.235	1.395	1.573	1.404
Inventarios Corrientes	5.149	3.903	3.927	3.655
Activos por impuestos corrientes	1.054	1.166	1.418	1.710
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES NETO	15.973	14.593	14.673	15.995
PASIVOS CORRIENTES				
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	5.565	4.566	5.200	5.998
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	860	425	156	425
Pasivos por impuestos corrientes	483	462	560	485
Otros pasivos no financieros	1.265	610	920	1.442
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	8.172	6.063	6.836	8.349

CTON	7.801	8.530	7.836	7.646	
Ingresos de Actividades Ordinarias	24.403	26.448	24.924	26.061	PROMEDIO
RCTON(% Ingresos)	32,0%	32,3%	31,4%	29,3%	31,25%
RCTON Días	115	116	113	106	112

Tabla 51 Cálculo Capital de Trabajo 2019-2023

Valores en MUF	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Total Ingresos	30.934	32.321	33.801	35.386	37.092	37.092
CTON	9.667	10.100	10.563	11.058	11.591	11.591
Capital de trabajo requerido	433,25	462,60	495,39	533,09	-	

De los cuadros anteriormente presentados, el RCTON promedio para los periodos 2015-2018 fue de un 31,25% sobre los ingresos propios del giro. Para la proyección de los futuros incrementos en capital de trabajo, se estableció un supuesto en función de los futuros aumentos en ingresos de la compañía.

Con esto se asegura de que, al existir ingresos mayores a los actuales, se debe realizar una inversión adicional en capital de trabajo para sostener tal ritmo de crecimiento. La proyección de CTON se expresa de esta forma:

$$\Delta\text{CTON} = 31,25\% (\text{Ingreso Proyectado}_{t+1} - \text{Ingreso Proyectado}_t)$$

2.12.7 Déficit de capital de trabajo

Una vez ya establecidas las cuentas para calcular el capital de trabajo, como paso siguiente se debe analizar si existe déficit o exceso de capital de trabajo, producto del RCTON calculado sobre los ingresos estimados del año, y compararse con el indicador real al 30 de junio de 2019, lo cual nos arroja un déficit de 3.325 miles de UF:

Tabla 52 Cálculo Déficit Capital de Trabajo

Cálculo Capital de trabajo-MUF

Ingresos Estimados año 2019	30.934
RCTON necesario 31,25%	9.667

Cálculo Déficit de Capital de Trabajo-MUF

RCTON observado jun 2019	6.341
RCTON necesario diciembre 2019	9.667
Déficit de Capital de Trabajo	- 3.325

2.12.8 Activos prescindibles

Corresponden a aquellos activos que no son fundamentales para el funcionamiento de la empresa, sin embargo, estos pueden ser liquidados y generar recursos efectivos. Para este caso en particular en que Salfacorp se encuentra inserto en la industria de la construcción, donde tanto las inversiones en propiedades como inventarios son elementos imprescindibles para la operación de la compañía, a diferencia de activos como excedentes de caja o inversiones en instrumentos financieros.

A continuación, se señalan los activos que son considerados prescindibles para esta valoración:

Tabla 53 Activos Prescindibles

Cuentas	30-06-2019	30-06-2019
	MS	MUF
Efectivo y equivalentes al efectivo	51.114.862	1.832
Otros activos financieros	420.939	15
Otros activos financieros no corrientes	1.384.235	50
Plusvalía, neta	21.459.521	769
Total	74.379.557	2.666

La cuenta otros activos financieros corrientes y no corrientes, incluyen instrumentos por cobrar, acciones e inversiones en otras sociedades.

2.12.9 Estimación del Flujo de Caja de Salfacorp

En primer lugar, se realizarán los ajustes respectivos, para de esta manera obtener el flujo de caja bruto de la compañía.

Tabla 54 Flujo de Caja Bruto

Valores Expresados en MUF	2019 Jun	2019 Final	2019 3t-4t	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de Actividades Ordinarias	14.168,42	30.934,19	16.765,76	32.320,62	33.800,97	35.386,24	37.092,16	37.092,16
Costo de Ventas	-13.099,12	-28.432,12	-15.333,00	-29.040,56	-30.348,51	-31.745,54	-33.245,46	-33.245,46
Ganancia Bruta	1.069,30	2.502,07	1.432,76	3.280,06	3.452,46	3.640,70	3.846,70	3.846,70
Otros ingresos por funcion	2,17	5,89	3,71	3,66	3,83	4,01	4,20	4,20
Costos de Distribución	-47,03	-101,22	-54,19	-96,81	-101,66	-106,85	-112,42	-112,42
Gastos de Administración	-633,46	-1.313,74	-680,28	-1.708,23	-1.809,39	-1.920,74	-2.043,60	-2.043,60
Otros Gastos por función	-0,10	-0,17	-0,07	-4,44	-4,57	-4,91	-5,07	-5,07
Otras (pérdidas) ganancias	0,21	-1,20	-1,41	-10,25	-10,25	-10,25	-10,25	-10,25
Resultado Financiero Neto	-193,75	-387,49	-193,75	-348,36	-348,36	-348,36	-348,36	-348,36
Participación en Ganancias de aso.	190,49	380,98	190,49	337,51	337,51	337,51	337,51	337,51
Diferencias de Cambio	4,10	8,21	4,10	10,09	10,09	10,09	10,09	10,09
Resultados por unidades de reajuste	-30,80	-61,59	-30,80	-86,34	-86,34	-86,34	-86,34	-86,34
Ganancia(pérdida) antes de impuestos	361,15	1.031,73	670,58	1.376,88	1.443,31	1.514,86	1.592,45	1.592,45
Gasto por impuesto a las ganancias	-36,75	-161,78	-125,03	-215,90	-226,31	-237,53	-249,70	-249,70
Ganancia del ejercicio	324,41	869,96	545,55	1.160,99	1.217,00	1.277,33	1.342,75	1.342,75
(+) Depreciación			298,83	493,83	493,83	493,83	493,83	493,83
(+) Amortización			26,94	45,98	45,98	45,98	45,98	45,98
(-) Otros ingresos por funcion(Después de Impuesto)			-3,13	-3,09	-3,23	-3,38	-3,54	-3,54
(+) Otros Gastos por función(Después de Impuesto)			0,06	3,74	3,85	4,14	4,28	4,28
(-) Otras (pérdidas) ganancias(Después de Impuesto)			1,19	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65
(+) Resultado Financiero Neto(Después de Impuesto)			163,37	293,74	293,74	293,74	293,74	293,74
(-/+)Diferencias de Cambio			-4,10	-10,09	-10,09	-10,09	-10,09	-10,09
(-/+)Resultados por unidades de reajuste			30,80	86,34	86,34	86,34	86,34	86,34
Flujo de Caja Bruto			1.059,49	2.080,10	2.136,08	2.196,54	2.261,94	2.261,94

El flujo de caja bruto correspondiente al segundo semestre de 2019 (o tercer y cuarto trimestre), se calculó partiendo de la base que los ingresos de la compañía crecerán proporcionalmente en mayores términos que aquellos del primer semestre del 2019, donde los seis meses restantes representan un 54% de los ingresos de la empresa para tal ejercicio. A continuación, se presentan los principales parámetros con los cuales fue construido el flujo de caja bruto:

- a) Proyección de los ingresos de acuerdo con lo establecido en el punto 3.10.1
- b) Proyección de costos y gastos de operación de acuerdo con lo establecido en el punto 3.10.2.
- c) Para otros ingresos por función, corresponde al porcentaje promedio que representan estas cuentas sobre el total de ingresos de la compañía entre los años 2015 y 2018, lo que arrojó un 0,01%.
- d) Para el ítem de otras ganancias (perdidas), se procede a determinar el promedio de estas entre los periodos 2015 al 2019, lo cual dio un monto de 10,25 miles de UF, que es aplicado para cada año proyectado con excepción del 2019.
- e) El resultado financiero neto proyectado, considera un promedio para el periodo 2015-2019, donde para este último año se estimó el resultado anual para promediarlo con el resto de los periodos. Este promedio arrojó un cargo anual por resultado financiero neto de 348,36 miles de UF, monto que se aplicará para el periodo 2020-2024.
- f) Respecto a la participación en ganancia (pérdidas) de asociadas, considera un promedio para el periodo 2015-2019, donde para este último año se estimó el monto correspondiente a la participación en ganancia de asociadas, para promediarlo con el resto de los periodos. Este cálculo arrojó un valor de 337,51 miles de UF, monto que se proyectará para los periodos desde 2020 hasta 2024.
- g) Para el ítem de diferencia de cambio, se calculó un promedio para el periodo entre 2015-2019, donde para este último año se estimó un monto anual, para posteriormente calcular tal promedio, que fue de 10,09 miles de UF, aplicado de forma constante entre el 2020 al 2024.
- h) Para el ítem resultados por unidades de reajuste, se calculó un promedio para el periodo entre 2015-2019, donde para este último año se estimó un monto anual, para posteriormente calcular tal promedio, que fue de 86,34 miles de UF, aplicado de forma constante entre el 2020 al 2024.
- i) El flujo de caja bruto estimado para el periodo 2024 es el mismo que el del año 2023, ya que, al no haber nuevas inversiones, los ingresos permanecen constantes.

A continuación, se determina el flujo de caja libre de la compañía considerando los ajustes por inversión de reposición, inversión en capital físico y aumentados o disminuciones en capital de trabajo, lo cual arroja el siguiente resultado:

Tabla 55 Flujo de Caja Libre

Valores Expresados en MUF	2019 Jun	2019 Final	2019 3t-4t	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de Actividades Ordinarias	14.168,42	30.934,19	16.765,76	32.320,62	33.800,97	35.386,24	37.092,16	37.092,16
Costo de Ventas	-13.099,12	-28.432,12	-15.333,00	-29.040,56	-30.348,51	-31.745,54	-33.245,46	-33.245,46
Ganancia Bruta	1.069,30	2.502,07	1.432,76	3.280,06	3.452,46	3.640,70	3.846,70	3.846,70
Otros ingresos por función	2,17	5,89	3,71	3,66	3,83	4,01	4,20	4,20
Costos de Distribución	-47,03	-101,22	-54,19	-96,81	-101,66	-106,85	-112,42	-112,42
Gastos de Administración	-633,46	-1.313,74	-680,28	-1.708,23	-1.809,39	-1.920,74	-2.043,60	-2.043,60
Otros Gastos por función	-0,10	-0,17	-0,07	-4,44	-4,57	-4,91	-5,07	-5,07
Otras (pérdidas) ganancias	0,21	-1,20	-1,41	-10,25	-10,25	-10,25	-10,25	-10,25
Resultado Financiero Neto	-193,75	-387,49	-193,75	-348,36	-348,36	-348,36	-348,36	-348,36
Participación en Ganancias de aso.	190,49	380,98	190,49	337,51	337,51	337,51	337,51	337,51
Diferencias de Cambio	4,10	8,21	4,10	10,09	10,09	10,09	10,09	10,09
Resultados por unidades de reajuste	-30,80	-61,59	-30,80	-86,34	-86,34	-86,34	-86,34	-86,34
Ganancia(pérdida) antes de impuestos	361,15	1.031,73	670,58	1.376,88	1.443,31	1.514,86	1.592,45	1.592,45
Gasto por impuesto a las ganancias	-36,75	-161,78	-125,03	-215,90	-226,31	-237,53	-249,70	-249,70
Ganancia del ejercicio	324,41	869,96	545,55	1.160,99	1.217,00	1.277,33	1.342,75	1.342,75
(+) Depreciación			298,83	493,83	493,83	493,83	493,83	493,83
(+) Amortización			26,94	45,98	45,98	45,98	45,98	45,98
(-) Otros ingresos por función(Después de Impuesto)			-3,13	-3,09	-3,23	-3,38	-3,54	-3,54
(+) Otros Gastos por función(Después de Impuesto)			0,06	3,74	3,85	4,14	4,28	4,28
(-) Otras (pérdidas) ganancias(Después de Impuesto)			1,19	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65
(+) Resultado Financiero Neto(Después de Impuesto)			163,37	293,74	293,74	293,74	293,74	293,74
(-/+)Diferencias de Cambio			-4,10	-10,09	-10,09	-10,09	-10,09	-10,09
(-/+)Resultados por unidades de reajuste			30,80	86,34	86,34	86,34	86,34	86,34
Flujo de Caja Bruto			1.059,49	2.080,10	2.136,08	2.196,54	2.261,94	2.261,94
Inversión de Reposición			-298,83	-493,83	-493,83	-493,83	-493,83	-493,83
Inversión en Capital Físico			-164,71	-108,10	-115,42	-123,60	-	-
Aumentos(disminuciones) capital de trabajo			-234,81	-462,60	-495,39	-533,09	-	-
Flujo de Caja Libre			361,14	1.015,57	1.031,43	1.046,02	1.768,11	1.768,11

Al Flujo de caja libre para el año 2023 se le agrega el valor terminal, que se ha estimado igual que al flujo de caja libre para el año 2024 a perpetuidad y sin crecimiento, descontado a la tasa de costo de capital de 8,13%, de esta manera se determina primero su valor a diciembre de 2023 y posteriormente su valor presente al 30 de junio de 2019.

Tabla 56 Valor Presente de Flujos Operacionales

Valores Expresados en MUF	2019 Jun	2019 Final	2019 3t-4t	2020	2021	2022	2023	2024
Flujo de Caja Libre			361,14	1.015,57	1.031,43	1.046,02	1.768,11	1.768,11
Valor Terminal							21.737,01	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal			361,14	1.015,57	1.031,43	1.046,02	23.505,11	1.768,11

VP al 30-06-2019 18.681,54

De acuerdo con lo observado, el valor presente de los flujos futuros de Salfacorp al 30 de junio de 2019, arrojó un total de 18.681,54 miles de UF. Este monto es una aproximación al valor económico que generan los activos operacionales de la compañía. No obstante, la empresa mantiene dentro del total de activos, un conjunto de activos prescindibles y que incrementarán el valor de la empresa.

2.13 Valoración Económica y Precio Estimado de la Acción

El valor económico total de los flujos que generan de manera permanente los activos operacionales de la empresa, sumado al déficit de capital de trabajo y posterior prescindencia de aquellos activos que no resultan fundamentales para el funcionamiento de la compañía fue calculado de la siguiente forma:

Tabla 57 Cuadro Final de Valoración Salfacorp al 30-06-2019

Valor Presente Flujo de Caja Libre al 30-06-19 MUF	18.681,54
Deficit de Capital de Trabajo MUF	-3.325,28
Activos Prescindibles MUF	2.665,62
Valor de los activos MUF	18.021,88
Deuda Financiera MUF	-15.955,54
Patrimonio Económico MUF	2.066,34
Patrimonio Económico M\$ (UF 30-JUN:27903,30)	57.657.723,34
N° Acciones	449.900.787
Precio Acción según valorización	\$ 128,16
Valor de Mercado Acción	\$ 855
% Precio acción según Precio Mercado	14,99%

El cuadro nos presenta un patrimonio económico de 2.066,34 miles de UF al 30 de junio de 2019, considerando el número de acciones emitidas por la compañía, esto arroja un valor económico por cada acción de \$128,16, lo que corresponde a un 85,01% bajo el precio de mercado de la acción.

Al analizar los factores que influyeron en el bajo valor de la acción respecto al precio de mercado, se realizó un ejercicio de sensibilidad, donde por una parte se evaluaron aumentos de 50 pb en la tasa de costo de capital, partiendo de 5,00%, donde se puede concluir que a medida que aumenta la tasa disminuye el valor de la acción y, por otro lado se simulaban incrementos en los ingresos de la compañía de 50 pb, descontando los flujos con la tasa de costo de capital de 8,13% calculada en la página 35, generando como resultado un aumento en el valor de la acción de la compañía.

En base a tales antecedentes se podría establecer que se subestimaron los ingresos de la empresa, donde para la proyección se utilizaron indicadores sectoriales, lo que resulta razonable, como por otra parte señalar

que la tasa de costo de capital utilizada fue muy alta y esto se puede explicar por la utilización de un coeficiente beta de la acción alto, considerando solo un momento específico en el tiempo (jun-19) y no un promedio más largo, por ejemplo entre junio 2019 a junio 2015, lo que hubiera producido un valor de la acción estimado, más cercano al valor de mercado.

Tabla 58 Análisis de Sensibilidad Precio de la Acción Salfacorp

K0	Precio Acción	% Precio Acción/Precio Mercado	Crec. Ventas	Precio Acción	% Precio Acción/Precio Mercado
5,00%	\$ 961	112,39%	0,00%	\$ 128	14,99%
5,50%	\$ 764	89,31%	0,50%	\$ 240	28,03%
6,00%	\$ 599	70,11%	1,00%	\$ 351	41,06%
6,50%	\$ 461	53,90%	1,50%	\$ 463	54,10%
7,00%	\$ 342	40,03%	2,00%	\$ 574	67,14%
7,50%	\$ 240	28,04%	2,50%	\$ 685	80,17%
8,00%	\$ 150	17,57%	3,00%	\$ 797	93,21%
8,50%	\$ 71	8,36%	3,50%	\$ 908	106,25%
9,00%	\$ 2	0,19%	4,00%	\$ 1.020	119,29%

Periodos	Beta	Bp s/d	Bp c/d	Kp	K0	Precio Acción	% Precio Acción/ Precio Mercado
Promedio jun 2019-jun 2015	1,498	0,889	1,613	12,28%	6,15%	\$555	64,91%
Promedio jun 2019-jun 2016	1,608	0,951	1,732	13,11%	6,52%	\$457	53,43%
Promedio jun 2019-jun 2017	1,875	1,101	2,021	15,12%	7,40%	\$259	30,32%
Promedio jun 2019-jun 2018	2,203	1,285	2,376	17,60%	8,48%	\$74	8,62%
jun-19	2,097	1,225	2,261	16,80%	8,13%	\$128	14,99%

3 CONCLUSIONES

El proceso de valoración de una compañía implica sumergirse en el mundo que la rodea, conocer sus unidades de negocios, competidores, indicadores sectoriales, estadísticas macroeconómicas entre otros antecedentes. Este proyecto nos permitió conocer una empresa líder en su industria con experiencia comprobada a lo largo de los años tanto en Chile como en el extranjero.

Se realizó la valoración de la compañía utilizando el método de flujos de caja descontado, para lo cual, hubo que analizar en profundidad la información financiera de Salfacorp con el objetivo de determinar, su estructura de ingresos, costos, cuentas no operacionales, entre otros antecedentes, además de determinar la tasa de costo de capital con la cual se descontaron los flujos de la empresa.

El resultado de la valoración de los activos al 30 de junio de 2019 fue por un total de 18.021,88 miles de UF, lo que, una vez descontado la deuda financiera, nos deja un valor de la acción de \$128, que representa un 14,99% del precio de mercado de la acción a esa fecha. Esto implica que según nuestro análisis el mercado ha sobrestimado el precio de la acción de la compañía o pueden que los administradores de carteras estén evaluando un escenario futuro más optimista, respecto al establecido en los informes sectoriales. En este sentido resultaría bastante útil, utilizar un enfoque más simple de valoración como es el caso del método de los múltiplos comparables, para objeto de corroborar la valoración por flujo de caja descontados.

Cabe señalar que esta valoración es una aproximación al valor económico de la empresa, y que adicionalmente existen temas de asimetrías de información, por lo que debemos asumir supuestos en algunos casos genéricos, que pueden afectar el valor de los activos de la compañía.

BIBLIOGRAFIA

1. Banco Central de Chile, Sitio Web; <http://www.bcentral.cl>
2. Besalco S.A., Sitio Web; <http://www.besalco.cl/>
3. Bolsa de Comercio de Santiago, Sitio Web; <http://www.bolsadesantiago.cl>
4. Cámara Chilena de la Construcción, Sitio Web; <http://www.cchc.cl/>
5. Comisión para el Mercado Financiero, Sitio Web; <http://www.cmfchile.cl>
6. Cámara Chilena de la Construcción, Sitio Web; <http://www.cchc.cl/>
7. Damodaran, Aswath. Finanzas Corporativas Aplicadas, 1ra Ed. Wiley.
8. Damodaran, Aswath. Investment Valuation, 2002.
9. Fernández, Pablo. Métodos de Valoración de Empresas. IESE Business School, 2005.
10. Maqueira V., Carlos. Finanzas Corporativas. Teoría y Práctica. Editorial Thompson Reuters, 2015.
11. Paz Corp. S.A., Sitio Web; <http://www.paz.cl/>
12. Salfacorp S.A., Sitio Web; <http://www.salfacorp.cl/>
13. Socovesa, Sitio Web; <http://www.socovesa.cl/>

ANEXOS

ANEXOS

Anexo 1 Regresiones Eviews

Serie 2013-2015

Dependent Variable: RETSALFACORP

Method: Least Squares

Date: 12/29/19 Time: 22:15

Sample: 7/05/2013 6/26/2015

Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETIGPA	1.057843	0.247377	4.276230	0.0000
C	-0.002398	0.003719	-0.644670	0.5206
R-squared	0.152022	Mean dependent var		-0.002769
Adjusted R-squared	0.143709	S.D. dependent var		0.040976
S.E. of regression	0.037917	Akaike info criterion		-3.687777
Sum squared resid	0.146647	Schwarz criterion		-3.636923
Log likelihood	193.7644	Hannan-Quinn criter.		-3.667174
F-statistic	18.28614	Durbin-Watson stat		1.965850
Prob(F-statistic)	0.000043			

Serie 2014-2016

Dependent Variable: RETSALFACORP

Method: Least Squares

Date: 12/29/19 Time: 22:24

Sample: 7/04/2014 6/24/2016

Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETIGPA	0.808309	0.215933	3.743339	0.0003
C	0.000814	0.003178	0.256076	0.7984
R-squared	0.120785	Mean dependent var		0.001179
Adjusted R-squared	0.112165	S.D. dependent var		0.034377
S.E. of regression	0.032391	Akaike info criterion		-4.002798
Sum squared resid	0.107019	Schwarz criterion		-3.951945
Log likelihood	210.1455	Hannan-Quinn criter.		-3.982196
F-statistic	14.01258	Durbin-Watson stat		1.869173
Prob(F-statistic)	0.000301			

Serie 2015-2017

Dependent Variable: RETSALFACORP

Method: Least Squares

Date: 12/29/19 Time: 22:32

Sample: 7/03/2015 6/30/2017

Included observations: 105

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETIGPA	1.212134	0.219430	5.524023	0.0000
C	0.003961	0.003305	1.198547	0.2335
R-squared	0.228550	Mean dependent var		0.006738
Adjusted R-squared	0.221060	S.D. dependent var		0.037928
S.E. of regression	0.033475	Akaike info criterion		-3.937186
Sum squared resid	0.115418	Schwarz criterion		-3.886635
Log likelihood	208.7023	Hannan-Quinn criter.		-3.916702
F-statistic	30.51483	Durbin-Watson stat		1.846268
Prob(F-statistic)	0.000000			

Serie 2016-2018

Dependent Variable: RETSALFACORP

Method: Least Squares

Date: 12/29/19 Time: 22:36

Sample: 7/01/2016 6/29/2018

Included observations: 105

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETIGPA	2.309763	0.217051	10.64154	0.0000
C	0.003232	0.003898	0.829100	0.4090
R-squared	0.523683	Mean dependent var		0.010534
Adjusted R-squared	0.519058	S.D. dependent var		0.056699
S.E. of regression	0.039320	Akaike info criterion		-3.615283
Sum squared resid	0.159248	Schwarz criterion		-3.564731
Log likelihood	191.8024	Hannan-Quinn criter.		-3.594798
F-statistic	113.2425	Durbin-Watson stat		2.452381
Prob(F-statistic)	0.000000			

Serie 2017-2019

Dependent Variable: RETSALFACORP

Method: Least Squares

Date: 12/29/19 Time: 22:41

Sample: 7/07/2017 6/28/2019

Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETIGPA	2.096918	0.202922	10.33360	0.0000
C	0.000977	0.003611	0.270630	0.7872
R-squared	0.511455	Mean dependent var		0.002932
Adjusted R-squared	0.506666	S.D. dependent var		0.052360
S.E. of regression	0.036777	Akaike info criterion		-3.748862
Sum squared resid	0.137958	Schwarz criterion		-3.698008
Log likelihood	196.9408	Hannan-Quinn criter.		-3.728259
F-statistic	106.7833	Durbin-Watson stat		2.521428
Prob(F-statistic)	0.000000			

Anexo 2 EEFF Salfacorp S.A.

SALFACORP S.A. Y FILIALES

(Cifras en miles UF)

	30-06-2019	31-12-2018	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.832	2.778	1.921	1.517	1.752
Otros activos financieros	15	17	21	36	148
Otros activos no financieros	287	372	246	170	280
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	5.813	6.077	5.587	6.442	6.504
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1.152	1.404	1.573	1.395	1.235
Inventarios Corrientes	3.096	3.655	3.927	3.903	5.149
Activos por impuestos corrientes	1.471	1.710	1.418	1.166	1.054
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	13.666	16.013	14.693	14.628	16.122
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros	50	53	44	61	83
Otros activos no financieros	103	105	107	109	111
Cuentas por cobrar no corrientes	777	821	1.008	84	96
Inventarios no corrientes	10.096	9.973	9.738	9.930	8.867
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1.658	1.546	958	840	1.147
Inversiones contabilizadas por el método de costo	3.310	2.837	2.333	2.047	1.876
Activos intangibles distintos de la plusvalía, intangible	2.334	2.361	2.454	2.527	2.614
Plusvalía, neta	769	778	801	814	854
Propiedades, Plantas y equipos, neto	2.247	1.932	1.948	1.849	2.188
Propiedades de inversión	164	152	131	399	511
Activos por impuestos no corrientes	637	503	388	326	333
Activos por impuestos diferidos	2.853	2.677	2.432	2.342	2.221
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	24.997	23.738	22.340	21.330	20.902
TOTAL ACTIVOS	38.664	39.751	37.034	35.958	37.024
PASIVOS CORRIENTES					
Otros pasivos financieros corrientes	5.881	6.909	8.300	9.329	7.729
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	5.754	5.998	5.200	4.566	5.565
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	277	425	156	425	860
Otras provisiones	47	45	56	57	36
Pasivos por impuestos corrientes	379	485	560	462	483
Otros pasivos no financieros	901	1.442	920	610	1.265
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	13.238	15.303	15.192	15.449	15.937
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros no corrientes	10.075	9.236	6.252	5.893	6.603
Cuentas por pagar no corrientes	2	2	26	26	26
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	17	18	13	20	44
Otras provisiones	601	550	468	459	337
Pasivos por impuestos diferidos	935	857	881	865	919
Otros pasivos no financieros	127	176	591	-	-
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	11.756	10.838	8.231	7.262	7.928
TOTAL PASIVOS	24.994	26.141	23.423	22.711	23.866
PATRIMONIO					
Capital emitido	6.593	6.674	6.865	6.982	7.178
Ganancias Acumuladas	7.329	7.188	7.046	6.519	6.034
Otras Reservas	291	289	344	296	363
Patrimonio atribuible a propietarios de la entidad	13.631	13.573	13.567	13.206	12.850
Participaciones no controladas	38	38	44	41	309
TOTAL PATRIMONIO	13.669	13.610	13.611	13.247	13.158
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	38.664	39.751	37.034	35.958	37.024

Anexo 3 Detalle Ingresos por Línea de Negocios

ICSA Miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Venta de Ingeniería y Construcción	16.448,84	18.647,39	18.561,22	19.247,19	22.142,93
Servicio de Ingeniería y Construcción	402,52	613,35	667,12	516,36	668,42
Ventas Inmobiliarias	484,74	387,16	350,98	87,31	392,88
Venta de Terrenos Corrientes	54,36	257,03	8,85	-	95,87
Total ICSA	17.390,46	19.904,93	19.588,17	19.850,86	23.300,10

Inmobiliaria Aconcagua Miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Ventas de viviendas	4.401,18	2.897,76	2.459,28	2.773,62	3.828,13
Ventas de terrenos y proyectos en ejecución	-	-	419,09	54,08	146,90
Ingresos por arriendo de propiedades de inversión	-	1,72	4,55	1,94	2,55
Otras obras inmobiliarias	516,27	285,27	397,95	324,21	465,93
Total Aconcagua	4.917,45	3.184,75	3.280,87	3.153,86	4.443,52

Segmento Edificación Miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Ventas de viviendas	262,09	410,39	-	-	200,73
Ventas de terrenos no corrientes	36,30	-	-	-	10,65
Ventas de edificación	3.863,30	4.588,06	3.671,22	3.368,12	4.707,66
Otras ventas edificación	0,97	2,95	-	-	1,17
Total Segmento Edificación	4.162,65	5.001,40	3.671,22	3.368,12	4.920,22

Renta y Desarrollo Inmobiliario Miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Venta de terrenos corrientes	177,47	1.403,15	904,23	1.765,61	1.285,97
Venta de terrenos no corrientes	376,38	-	-	-	108,42
Otras ventas edificación	12,10	-	-	-	3,49
Otras ventas inmobiliarias	127,20	56,96	52,51	16,56	74,45
Total Renta y Desarrollo Inmobiliario	693,16	1.460,11	956,73	1.782,16	1.472,33

Servicios de ingeniería y construcción Miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Servicios de ingeniería y construcción	239,50	300,74	387,81	331,51	380,04
Venta de terrenos corrientes	-	-	-	165,73	51,68
Total Servicios de ingeniería y construcción	239,50	300,74	387,81	497,24	431,73

Ajustes y eliminaciones Miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Ajustes y eliminaciones otros	- 892,96	- 1.349,55	- 1.063,58	- 987,19	- 1.307,13
Ajustes y eliminaciones edificación	- 2.107,08	- 2.054,16	- 1.897,13	- 1.604,37	- 2.326,57
Total Ajustes y eliminaciones	- 3.000,05	- 3.403,72	- 2.960,71	- 2.591,56	- 3.633,71

Consolidación de Segmentos Miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019 e
Ingresos Infraestructura en Miles de UF	16.737,00	18.856,12	18.912,40	19.360,90	22.424,69
Ingresos Vivienda en Miles de UF	7.666,18	7.592,10	6.011,70	6.699,77	8.509,49
Ingresos en Construcción	24.403,18	26.448,22	24.924,10	26.060,67	30.934,19

Anexo 4 EERR por función

EERR 2015 MUF	ICSA	Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Salfacorp	Ajustes y eliminaciones	Consolidado
Ingresos de actividades ordinarias	17.390,46	4.917,45	4.162,65	693,16	239,50	-3.000,05	24.403,18
Costo de Ventas	-15.774,41	-3.827,07	-3.996,32	-449,17	-	2.709,87	-21.337,11
Ganancia Bruta	1.616,05	1.090,37	166,33	243,99	239,50	-290,18	3.066,06
Otros Ingresos, por función	20,27	3,04	0,09	-	0,00	-	23,41
Costo de Distribución	-0,38	-85,81	-3,35	-	-0,05	-	-89,59
Gastos de Administración	-840,08	-441,77	-155,00	-127,89	-254,65	291,32	-1.528,07
Otros Gastos, por función	-7,14	-	-0,03	-	-	-	-7,17
Otras(pérdidas) ganancias	22,18	-0,15	-3,36	-0,86	-0,63	-1,14	16,04
Resultados Financieros Netos	-204,67	-138,40	-10,31	-0,07	9,55	-	-343,89
Participación en ganancias(pérdida) de asociadas	9,41	124,75	-3,14	52,15	849,85	-849,85	183,17
Diferencias de cambio	27,16	-	0,17	9,03	-0,18	-	36,18
Resultado por unidades de reajuste	-113,13	-88,25	-9,84	15,43	60,71	-	-135,09
Ganancia antes de impuesto	529,68	463,77	-18,43	191,77	904,11	-849,85	1.221,06
Gasto por impuesto a las ganancias	-100,54	-75,12	-31,62	-25,87	-15,07	-	-248,23
Ganancia del ejercicio	429,14	388,65	-50,05	165,89	889,03	-849,85	972,82

EERR 2016 MUF	ICSA	Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Salfacorp	Ajustes y eliminaciones	Consolidado
Ingresos de actividades ordinarias	19.904,93	3.184,75	5.001,40	1.460,11	300,74	-3.403,72	26.448,22
Costo de Ventas	-18.256,23	-2.597,48	-4.701,05	-1.099,25	-	2.864,27	-23.789,74
Ganancia Bruta	1.648,70	587,27	300,35	360,86	300,74	-539,45	2.658,48
Otros Ingresos, por función	8,40	0,10	0,31	-0,01	0,99	-	9,81
Costo de Distribución	-0,42	-60,99	-1,40	-0,03	-0,39	-	-63,22
Gastos de Administración	-725,00	-379,14	-165,35	-128,37	-283,97	373,45	-1.308,38
Otros Gastos, por función	-1,98	-	-0,18	-	-	-	-2,16
Otras(pérdidas) ganancias	-23,41	-1,31	0,04	0,10	-166,04	166,00	-24,61
Resultados Financieros Netos	-232,20	-141,42	-2,17	-14,02	-18,90	-	-408,71
Participación en ganancias(pérdida) de asociadas	45,96	227,75	16,84	14,10	1.131,80	-1.131,80	304,64
Diferencias de cambio	-13,70	-	-0,08	-2,32	0,31	-	-15,80
Resultado por unidades de reajuste	-56,08	12,57	-7,42	25,72	-44,18	-	-69,39
Ganancia antes de impuesto	650,28	244,84	140,94	256,03	920,36	-1.131,80	1.080,66
Gasto por impuesto a las ganancias	-167,35	48,81	-32,14	-35,63	64,75	-	-121,56
Ganancia del ejercicio	482,93	293,65	108,80	220,40	985,12	-1.131,80	959,11

EERR 2017 MUF	ICSA	Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Salfacorp	Ajustes y eliminaciones	Consolidado
Ingresos de actividades ordinarias	19.588,17	3.280,87	3.671,22	956,73	387,81	-2.960,71	24.924,10
Costo de Ventas	-18.004,56	-2.680,70	-3.416,50	-702,02	-17,24	2.396,89	-22.424,13
Ganancia Bruta	1.583,60	600,17	254,73	254,71	370,58	-563,82	2.499,97
Otros Ingresos, por función	9,25	1,49	0,17	-	-	-	10,90
Costo de Distribución	-0,59	-58,93	-	-0,85	-0,09	-	-60,46
Gastos de Administración	-742,18	-341,45	-114,50	-114,45	-386,34	403,52	-1.295,40
Otros Gastos, por función	-3,41	-	-0,10	-	-	-	-3,51
Otras(pérdidas) ganancias	-15,65	-	0,03	-0,00	-163,69	160,30	-19,01
Resultados Financieros Netos	-239,21	-128,83	5,27	1,48	81,79	-	-279,51
Participación en ganancias(pérdida) de asociadas	87,45	240,18	7,34	40,03	1.066,07	-1.066,13	374,94
Diferencias de cambio	-2,97	-0,04	-	-3,11	-0,17	-	-6,30
Resultado por unidades de reajuste	-32,84	4,43	-12,12	25,29	-58,74	-	-73,99
Ganancia antes de impuesto	643,44	317,01	140,81	203,08	909,41	-1.066,13	1.147,63
Gasto por impuesto a las ganancias	-169,21	-15,39	-37,57	-28,79	26,51	-	-224,45
Ganancia del ejercicio	474,23	301,62	103,24	174,29	935,92	-1.066,13	923,18

EERR 2018 MUF	ICSA	Aconcagua	Edificación	Rentas y Desarrollo	Salfacorp	Ajustes y eliminaciones	Consolidado
Ingresos de actividades ordinarias	19.850,86	3.153,86	3.368,12	1.782,16	497,24	-2.591,56	26.060,67
Costo de Ventas	-18.654,65	-2.540,59	-3.104,12	-1.521,72	-173,21	2.304,68	-23.689,61
Ganancia Bruta	1.196,21	613,27	263,99	260,44	324,03	-286,88	2.371,06
Otros Ingresos, por función	14,23	0,00	0,02	0,01	-	-0,00	14,26
Costo de Distribución	-0,39	-76,04	-0,02	-1,07	-0,12	-	-77,64
Gastos de Administración	-766,88	-297,38	-109,26	-109,25	-373,63	356,75	-1.299,66
Otros Gastos, por función	-3,93	-	-0,05	-	-	-	-3,98
Otras(pérdidas) ganancias	-22,44	-0,00	0,00	-	86,49	-86,55	-22,50
Resultados Financieros Netos	-234,57	-75,69	-0,65	-7,16	-4,11	-	-322,19
Participación en ganancias(pérdida) de asociadas	441,41	44,11	6,03	-3,23	797,30	-841,78	443,83
Diferencias de cambio	7,92	-0,01	-0,00	3,56	-0,02	16,69	28,13
Resultado por unidades de reajuste	-59,46	-1,56	-15,81	5,83	-20,63	-	-91,64
Ganancia antes de impuesto	572,09	206,70	144,23	149,14	809,30	-841,78	1.039,68
Gasto por impuesto a las ganancias	-29,70	-46,71	-34,56	-31,60	22,10	-	-120,47
Ganancia del ejercicio	542,39	159,99	109,67	117,53	831,40	-841,78	919,21