



VALORACIÓN EMPRESA SALFACORP S.A.

MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJAS DESCONTADOS

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN
FINANZAS

ALUMNOS:

PABLO MARDONES MADARIAGA

PROFESOR GUÍA:

ARTURO RODRÍGUEZ PERALES

Julio 2020

Santiago, Chile

I. Tabla de Contenidos

Tabla de contenido

I. Tabla de Contenidos	2
II. Índice de Tablas	4
1. Resumen Ejecutivo.....	6
2. Metodología	7
2.1. <i>Principales Métodos de Valoración.....</i>	<i>7</i>
2.1.1. Modelo de descuento de dividendos	7
2.1.2. Modelo de Descuento de Dividendos	7
2.1.3. Método de Flujos de Caja Descontados.....	8
2.1.4. Método de Múltiplos.....	10
3. Valoración.....	13
3.1. <i>Descripción de la Empresa.....</i>	<i>13</i>
3.1.1. Resumen Histórico	13
3.1.2. Gobierno Corporativo.....	14
3.2. <i>Descripción de la Industria.....</i>	<i>15</i>
3.2.1. Análisis Porter de la Industria.....	15
3.2.1.1. Poder de Negociación de los Clientes	16
3.2.1.2. Rivalidad entre las empresas	17
3.2.1.3. Amenaza de los nuevos entrantes	18
3.2.1.4. Poder de negociación de los proveedores.....	19
3.2.1.5. Amenaza productos sustitutos.....	20
3.2.2. Análisis Pestel.....	21
3.2.2.1. Factores Políticos	22
3.2.2.2. Factores Económicos.....	24
3.2.2.3. Factores Socioculturales	26
3.2.2.4. Factores Tecnológicos.....	27
3.2.2.5. Factores Ecológicos	28
3.2.2.6. Factores Legales.....	29
3.3. <i>Descripción de Segmentos de la compañía.....</i>	<i>31</i>
3.4. <i>Descripción de la Empresa: Principales Accionistas.....</i>	<i>32</i>
3.5. <i>Descripción de la Industria: Empresas Comparables</i>	<i>34</i>
3.5.1. Socovesa S.A.	34
3.5.2. Paz Corp. S.A.	34
3.5.3. Besalco S.A.....	34

3.6.	<i>Financiamiento de la empresa</i>	35
3.7.	<i>Estimación Estructura de Capital de la Empresa</i>	37
3.8.	<i>Estimación del costo de capital de SalfaCorp</i>	40
3.8.1.	Introducción.....	40
3.8.2.	Estimación del Beta de la Deuda	40
3.8.3.	Estimación del Beta Patrimonial con deuda	41
3.8.4.	Estimación Beta Patrimonial sin deuda.....	42
3.8.5.	Estimación de estructura de capital objetivo	43
3.8.6.	Estimación de Beta Patrimonial con Deuda (considerando estructura objetivo) ..	43
3.8.7.	Estimación Costo Patrimonial (considerando estructura objetivo)	44
3.8.8.	Estimación del costo de Capital (WACC).....	44
3.9.	<i>Valoración Económica y Precio Estimado de la Acción</i>	46
3.9.1.	Flujo de Caja.....	46
3.9.1.1.	Análisis Operacional del Negocio e Industria	46
3.9.1.2.	Activos Prescindibles.....	49
3.9.1.3.	Proyección de Estados de Resultados	50
3.9.1.4.	Proyección de Flujo de Caja Libre.....	55
3.9.1.5.	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	62
3.10.	<i>Conclusiones</i>	64
4.	Anexos	66
4.1.	Estados de Resultados 2015 a 2019	66
4.2.	Balance 2015 a 2019.....	68
4.3.	Análisis de Sensibilidad	72
4.4.	Precio últimos 5 años de la acción de SalfaCorp	73
4.5.	Volatilidad de la acción de SalfaCorp durante el año 2019	74
5.	Bibliografía	75

II. Índice de Tablas

1. Tabla n°1: Intensidad de impacto de Fuerzas de Porter en las industrias de SalfaCorp (Página 21)
2. Tabla n°2: Principales accionistas de SalfaCorp (Página 32)
3. Tabla n°3: Distribución de fuentes de financiamiento de SalfaCorp al 31.12.2019 (Página 35)
4. Tabla n°4: Detalle de bonos vigentes de SalfaCorp al 31.12.2019 (Página 36)
5. Tabla n°5: Deuda Financiera SalfaCorp (Página 38)
6. Tabla n°6: Patrimonio Económico SalfaCorp (Página 38)
7. Tabla n°7: Estadística Descriptiva Estructura de Capital de los últimos 5 años (Página 39)
8. Tabla n°8: Estructura de Capital Objetivo en base a promedio últimos 2 y 5 años (Página 39)
9. Tabla n°9: Parámetros cálculo Beta de la Deuda (Página 40)
10. Tabla n°10: Resultados de regresiones lineales realizadas entre los años 2015-2019 en base a los retornos semanales de 2 años de la compañía y el IGPA (Página 41)
11. Tabla n°11: Resultado regresión lineal realizada para el año 2019, en base a los retornos semanales de los últimos 2 años de la compañía y el IGPA (Página 42)
12. Tabla n°12: Parámetros para estimación Costo Patrimonial (Página 44)
13. Tabla n°13: Evolución anual de ventas de la compañía últimos 5 años (Página 47)
14. Tabla n°14: Crecimiento Real de Ventas (Página 48)
15. Tabla n°15: Activos No Corrientes 2015 a 2019 (Página 49)
16. Tabla n°16: Total Activos 2019 (Página 49)
17. Tabla n°17: Proyección EE.RR. años 2020-2024 en UF (Página 50)
18. Tabla n°18: Expectativas de crecimiento del PIB años 2020 y 2021, en base a encuesta a operadores financieros por parte del Banco Central de Chile (Página 51)
19. Tabla n°19: Relación porcentual de las partidas del EE.RR. con respecto a los Ingresos por ventas para los años 2015-2019 (Página 53)
20. Tabla n°20: Supuestos detrás de las proyecciones realizadas de los EE.RR. (Página 54)
21. Tabla n°21: Proyección Depreciación y Amortización (Página 56)
22. Tabla n°22: Proyección Inversión de Reposición (Página 56)
23. Tabla n°23: Proyección nuevas inversiones en base al promedio del porcentaje de la inversión histórica y el ingreso por venta de los últimos 5 años (Página 57)
24. Tabla n°24: RCTON histórico promedio que asumiremos se mantiene constante en el tiempo con el fin de realizar la proyección (Página 58)
25. Tabla n°25: Proyección del Capital de Trabajo Operacional Neto en base al RCTON promedio histórico (Página 58)
26. Tabla n°26: Datos históricos de Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación (Página 59)
27. Tabla n°27: Proyección Flujo de Caja Libre (Página 60)
28. Tabla n°28: Proyección Flujo de Caja Libre + Valor Terminal (Página 61)
29. Tabla n°29: Resumen de supuestos utilizados (Página 61)

30. Tabla n°30: Resumen Valoración Económica de la empresa al 31.12.2019 (Página 63)

1. Resumen Ejecutivo

En el presente informe se desarrollará un análisis de la empresa SalfaCorp S.A., empresa dedicada al sector construcción e inmobiliario. La compañía desarrolla su negocio en una industria competitiva, sensible a los ciclos económicos y relevante para el crecimiento del país. El objetivo del presente informe será desarrollar una valoración de la empresa, para así determinar el valor que debiese tener el precio de la acción de SalfaCorp S.A. al 31 de diciembre de 2019.

Con el fin de capturar todos los factores que influyen en el precio de la acción de la compañía, se realiza una descripción de la empresa y de sus principales características. También del negocio que desarrolla, junto con un análisis de la industria y sus principales competidores.

Para el análisis cuantitativo, utilizamos como base los Estados Financieros desde el año 2015 al año 2019. Considerando los Informes Financieros, tanto de nuestra empresa de estudio como de sus competidores más cercanos. Se contemplaron cinco años como un período para poder observar e interiorizarnos de las características financieras de la empresa. Todo esto con el fin de poder establecer los supuestos claves en las proyecciones que buscan determinar los flujos futuros de la compañía.

En base a la valoración por flujos descontados, obtenemos un precio de la acción de \$440.- lo cual es un 2,07% superior al precio de cierre de la acción en la Bolsa de Comercio de Santiago al 31.12.2019. Lo que nos parece una desviación aceptable, considerando la volatilidad propia de las acciones de la industria de la construcción, exacerbada por la crisis social por la que atraviesa el país al cierre del año 2019.

El precio obtenido con este método de valoración puede ser relevante para la toma de decisiones de los inversionistas. Al poder encontrarse el precio de la acción sobre o subvalorado, podrá implicar una oportunidad de venta o de compra, respectivamente, de la acción.

2. Metodología

2.1. Principales Métodos de Valoración

2.1.1. Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

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

2.1.2. Modelo de Descuento de Dividendos

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

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

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

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

Donde:

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. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

2.1.3. Método de Flujos de Caja Descontados

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

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

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, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con

frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

2.1.4. Método de Múltiplos

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

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

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

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos

- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

3. Valoración

3.1. Descripción de la Empresa

3.1.1. Resumen Histórico

En 1929, se inician actividades bajo la razón social de “Salinas y Fabres Hermanos Ltda.”, durante los próximos años desarrollarían actividades en el rubro de la ingeniería y construcción. Teniendo como hitos en su cartera el desarrollo del Estadio nacional en 1938, Templo Votivo de Maipú en 1946 y el oleoducto Concón-Maipú en 1958.

Previo al 2000, la empresa se enfocaría en ampliar sus líneas de negocio, buscando financiamiento al pasar a ser una Sociedad Anónima en 1976, ampliando su red de cobertura a otras regiones del país y generando nuevas sociedades ligadas a otros rubros como Empresa de Montajes Industriales SalfaCorp S.A. y SalfaCorp Inmobiliaria S.A. en 1993.

Un gran hito ocurre en 2004, cuando posterior a una reestructuración donde se genera la matriz SalfaCorp. S.A. se realiza una apertura en bolsa, obteniendo un aumento de capital por un 25% de la propiedad valorada en US\$24 millones. Dicho aumento funcionó como impulso para incursionar en negocios internacionales abriendo oficinas en China, operaciones en Perú y Argentina. Parte de los fondos fueron utilizados también para acelerar el crecimiento a través de la creación de un banco de terrenos con el fin de potenciar el negocio inmobiliario.

A fines de 2007, SalfaCorp S.A. anunciaría su fusión por absorción con Aconcagua S.A. formando así el mayor grupo constructor inmobiliario del país. Un año después, se emitirían bonos por UF 3 millones junto con un aumento de capital de 12,70% de la propiedad por US\$40 millones. Situación que los dejaría en condiciones de incursionar en un nuevo rubro que son las obras e infraestructura vial en 2009. Durante 2010, participaron activamente en actividades de apoyo posterior al terremoto del 27 de febrero.

Desde 2015, SalfaCorp se organizaría en base a 4 grandes unidades de negocio: Ingeniería y Construcción, Edificación, Inmobiliaria Aconcagua y Rentas y Desarrollo Inmobiliario.

3.1.2. Gobierno Corporativo

SalfaCorp S.A. es administrada por un Directorio conformado por siete miembros, que pueden o no ser accionistas, dicho Directorio tiene una duración de tres años el cual debe renovarse, sin restricción de reelección. Siendo este Directorio encabezado por Andrés Navarro Haeussler como Presidente y a Aníbal Montero Saavedra como Vicepresidente a diciembre de 2019.

De esta manera, la estructura corporativa de SalfaCorp, se organiza con un Directorio, seguido de un Gerente General designado por este Directorio y consecutivamente Gerentes para cada área de la empresa, teniendo cuatro Gerentes específicos para cada unidad de negocio estratégica de la compañía.

Regidos bajo la Ley N°18.046 de Sociedades Anónimas, el Directorio tiene el deber de velar por los objetivos de la compañía, a través de las facultades de representar a ésta judicial y extrajudicialmente. El Directorio tiene reuniones mensuales para orientar la dirección y desarrollo de la compañía, junto a una reunión anual con los presentes de la Junta Ordinaria de Accionistas. El actual de este Directorio se guía en base a la Política de Gobierno Corporativo de SalfaCorp, la cual fue celebrada con fecha 27 de marzo de 2013 e informada a la CMF. Estableciendo así, principios básicos, estándares y prácticas de gobierno corporativo que deben orientar el actuar del Directorio.

La Gerencia corporativa de Finanzas de SalfaCorp cumple con atender y orientar a sus inversionistas, por medio de emisión de publicaciones (Análisis Razonado, Presentaciones, Memoria Anual, y comunicados a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y las Bolsas de Valores), reuniones con inversionistas institucionales y la participación en conferencias locales e internacionales.

Al 31 de diciembre del 2019, la Sociedad mantenía 449.900.787 acciones suscritas y pagadas, sin poseer un grupo controlador o un pacto de actuación conjunta. Se detallan en el siguiente cuadro los principales accionistas:

3.2. Descripción de la Industria

3.2.1. Análisis Porter de la Industria

Si bien SalfaCorp tiene establecido 4 segmentos de negocios, estos segmentos participan en 2 industrias distintas. Por un lado, tenemos a ICSA (Ingeniería y Construcción), la que se encuentra ligada a la industria de la construcción y representa el 77,46% de los Ingresos de la compañía y el 62,81% de su EBITDA por sí sola, y, por otro lado, tenemos a los otros 3 segmentos de negocios ligados a la industria inmobiliaria, que, si bien representan un menor porcentaje de los ingresos y EBITDA de la empresa, no deja de ser una industria relevante para la compañía. En consecuencia, consideraremos estas 2 industrias para hacer el análisis de las 5 fuerzas de Porter.

El análisis nos ayudará a comprender las industrias en donde se desenvuelve SalfaCorp, y cómo estos factores, o fuerzas, lo impactan en sus oportunidades de crecimiento, inversión y rentabilidad. Junto con las medidas que ha implementado la compañía para hacer frente a los riesgos y aprovechar las oportunidades que implican algunas de estas fuerzas.

Las fuerzas de las industrias que consideraremos se resumen en este esquema:

Gráfico n°1: Resumen fuerzas de Porter



3.2.1.1. Poder de Negociación de los Clientes

Industria Construcción: A pesar de que la empresa se encuentra bien diversificada tanto en tipos de negocios, como geográficamente. Con inversiones de Norte a Sur de Chile y en otros países de Latinoamérica como Perú, Colombia y Panamá. La cantidad de clientes es relativamente baja, considerando la cantidad de competidores nacionales e internacionales que tiene la empresa, lo que les da un buen poder negociador y ha llevado a un descenso en los márgenes de la industria.

En consecuencia, la compañía ha tratado de enfocar sus esfuerzos hacia participar en licitaciones de grandes proyectos, en donde los requisitos para postular sean altos y tenga una mayor ventaja frente a sus competidores en base a su experiencia, eficiencia, capacidad financiera, altos estándares de calidad, entre otros factores que le permitan acceder a proyectos más complejos. También como estrategia frente a las licitaciones, ha optado en algunos casos por asociarse con otras empresas para Mega proyectos, con el fin de (i) mostrarse frente al cliente como una sólida alternativa, (ii) acotar riesgos de inversión y (iii) para compartir los costos de financiamiento de la operación. En conclusión, podríamos decir que, para este nicho de mercado, el poder negociador del

cliente es medio-bajo, ya que son muy pocas las empresas en Chile capaces de cumplir con estos altos estándares.

Industria Inmobiliaria: En esta industria, la empresa también se encuentra muy diversificada tanto geográficamente, como en cuanto a negocios, y, si bien el universo de cliente es grande, también lo es la cantidad de inmobiliarias que hay en el mercado dada las bajas barreras de entradas que existen para esta industria. Adicionalmente dado que el cliente es muy susceptible a factores macroeconómicos, como; desempleo, tasas de interés de largo plazo, acceso al financiamiento, inflación, etc., implica que su poder de negociación variará en línea con estos factores puesto que afectan la oferta y demanda de esta industria. Aunque, en términos generales, los clientes tienen un bajo poder negociador y, por lo tanto, la empresa realiza evaluaciones antes de cerrar el trato, en cuanto a fondos disponibles, nivel de endeudamiento, entre otros prerrequisitos que puede exigir. Todo esto gracias a su posicionamiento en la industria, a sus años de experiencia, confianza, eficiencia y sinergias producto de todos los negocios en que participa.

3.2.1.2. Rivalidad entre las empresas

Industria Construcción: Si bien existen varias empresas compitiendo en esta industria, la estrategia de SalfaCorp de enfocarse sobre todo en licitaciones de proyectos grandes, ha implicado que su competencia se reduzca considerablemente en este nicho de mercado, dado que son pocas las empresas en el mercado capaces de participar en licitaciones con altos estándares de exigencia, tanto de eficiencia, experiencia, financiamiento, etc.

Todo esto le permite a SalfaCorp, siendo la empresa líder en construcción en nuestro país -apoyada de una serie de sinergias producto de los distintos negocios en que participa, certificaciones internacionales como la norma ISO 9001 y la ISO 14001, años de experiencia y confianza que la avalan para poder tener un muy buen posicionamiento en esta industria frente a la competencia, pese a que esta existe y sigue siendo fuerte (Besalco, Sigdo Koppers, etc.), y ha llevado a disminuir los márgenes de la industria.

Adicionalmente, como estrategia de diferenciación con su competencia, y al mismo tiempo buscando disminuir la dependencia en los ingresos de las variables macroeconómicas (industria altamente correlacionada con ciclo económico del país). La empresa ha buscado hacer crecer sus líneas de negocios asociadas a minería subterránea (Geovita) y mantención industrial (montajes) lo que actualmente representa aproximadamente un 15% de su backlog en el segmento Ingeniería y Construcción (ICSA), y corresponden a ingresos permanentes por largos períodos (contratos de largo plazo).

Industria Inmobiliaria: En esta industria la competencia es muy fuerte, dado que las barreras de entradas son muy bajas. Algunos de sus principales competidores son Besalco, Socovesa y PazCorp, y compiten en múltiples líneas de negocio dentro de esta industria.

Dado este alto nivel de competencia, es muy importante para la empresa ser eficiente y buscar economías de escalas, a través de todas las sinergias que se producen por todos sus negocios en Chile y algunos otros países de América Latina. Además, apoyarse en sus años de experiencia, larga duración de relaciones con sus clientes, proveedores y fuentes de financiamiento (bancos e institucionales que compran sus bonos), para poder posicionarse bien en la industria, pese al alto nivel de competencia existente.

3.2.1.3. Amenaza de los nuevos entrantes

Industria Construcción: Dados los altos estándares exigidos en las licitaciones en las que se enfoca SalfaCorp, que incluyen ciertos años mínimos de experiencia, altos niveles de complejidad, respaldo financiero suficiente para poder asegurar el cumplimiento de la obra y posibles pagos por incumplimientos, precios fijos, pagos por etapas, etc., hacen que la amenaza de nuevos participantes a la industria sea media-baja, y para que ocurra tendrían que venir, o desde el extranjero, o a través de fusiones de empresas que también sean relativamente grandes, o a través de sociedades de empresas que se junten para poder participar de este tipo de licitaciones. Sin embargo, como ya hemos mencionado previamente, los altos estándares exigidos generan una

fuerte barrera de entrada a nuevos participantes, al menos en el tipo de licitaciones grandes a las que está enfocado SalfaCorp.

Industria Inmobiliaria: En esta industria, las barreras de entradas para nuevos participantes son muy bajas. En consecuencia, existen muchas empresas en el mercado, y por lo tanto, las economías de escala, eficiencia, canales de distribución, años de experiencia y confianza por parte de los clientes, proveedores e instituciones financieras, etc., juegan un papel fundamental como instrumentos diferenciadores de la marca en el mercado y son lo que le ha permitido a SalfaCorp tener la alta participación de mercado con la que cuenta actualmente.

3.2.1.4. Poder de negociación de los proveedores

Industria Construcción: Debido al nicho de mercado en el que está enfocado SalfaCorp, que corresponde a grandes proyectos de construcción, los proveedores deben ser lo suficientemente grandes, para poder garantizar el cumplimiento en los tiempos de entrega, dado los grandes volúmenes necesarios para la continuidad del proyecto y las altas multas asociadas a los retrasos por incumplimientos en los avances programados. Además, SalfaCorp debe cuidar su reputación en la industria. Por lo mismo, proveedores de esta envergadura son escasos en el mercado local y las empresas en esta industria, incluido SalfaCorp, buscan relaciones de largo plazo, alianzas estratégicas con participación en la sociedad del proveedor o simplemente se integran verticalmente. Por lo que su poder de negociación podríamos definirlo como medio-alto.

SalfaCorp, al ser una empresa grande, con economías de escala y muchos años de experiencia en el mercado, tiene la posibilidad de mantener alianzas estratégicas con sus proveedores, que también son grandes, con una visión de largo plazo y con años de trabajo en conjunto. Adicionalmente, cuenta con un abastecimiento de insumos ampliamente diversificado, con proveedores en Chile y en el extranjero. Incluida una oficina comercial en China, donde la empresa negocia como corporación los insumos que sirven para abastecer todas sus áreas de negocio.

Industria Inmobiliaria: Esta industria cuenta con un alto número de proveedores, nacionales e internacionales, lo que disminuye su poder de negociación. Adicionalmente, empresas grandes como SalfaCorp y Besalco, integran verticalmente muchas de sus líneas de negocios, o en otros casos aprovechan las economías de escala por los grandes volúmenes de insumos que necesitan para tener un mayor poder de negociación.

SalfaCorp, producto de su tamaño, que le implica contar con economías de escala y sinergias, producto del gran número de segmentos y líneas de negocio en el que participa, cuenta con un alto poder negociador y busca diversificar lo más posible su universo de proveedores, nacionales e internacionales, para disminuir el riesgo de falta de insumos. Adicionalmente, mantiene una oficina en China para poder negociar con los proveedores de allá directamente como corporación.

3.2.1.5. Amenaza productos sustitutos

Industria Construcción: En este tipo de industria y sobre todo en el nicho de mercado en el que se encuentra SalfaCorp, no se observan sustitutos, salvo que la empresa que realiza la licitación decida finalmente no licitar y realizar ella misma la obra, lo que es muy poco probable que ocurra, ya que alejaría a la empresa de su negocio principal. Quizás el gobierno podría llegar a integrarse verticalmente y hacer esto, pero al no tener los años de experiencia y el know-how requerido, seguramente obtendrá un trabajo de menor calidad y mayor costo que si hubiese contratado a una empresa especialista.

Industria Inmobiliaria: En esta industria, no existen sustitutos relevantes. Algunos potenciales sustitutos que podríamos observar serían: la venta de casas usadas, los arriendos de inmuebles y personas naturales o empresas que decidan comprar un terreno y construir ellos mismo su inmueble.

Considerando estos tres potenciales sustitutos, por un lado, ya mencionamos en el análisis de la industria de la construcción que es muy difícil encontrar casos de empresas que construyan sus propios proyectos si no es su “*core-business*”, de igual manera son

muy pocos los casos de personas naturales que lo hagan. Sobre los arriendos, dado que muchas empresas y personas naturales ven los arriendos como un negocio rentable, podríamos pensar que más que sustituir la venta de un inmueble, lo promueve. Incluso, muchas inmobiliarias sólo venden sus departamentos en lotes, justamente pensando en el negocio del arriendo. Por último, la venta de departamentos usados podría ser lo más parecido a un sustituto, pero salvo que sea una propiedad con muy pocos años de uso no puede ser fácilmente comparable con un departamento nuevo, por lo que podríamos estar hablando de otro mercado objetivo.

Tabla n°1: Intensidad de impacto de Fuerzas de Porter en las industrias de SalfaCorp

		Intensidad en industria construcción				
5 Fuerzas de Porter		Baja	Media-Baja	Media-Alta	Alta	Atractivo de la industria
Poder de negociación de los clientes:			X			Medio-Alto
Rivalidad entre las empresas					X	Bajo
Amenaza de los nuevos entrantes			X			Medio-Alto
Poder de negociación de los proveedores:				X		Medio-Bajo
Amenaza de productos sustitutos		X				Alto

		Intensidad en industria inmobiliaria				
5 Fuerzas de Porter		Baja	Media-Baja	Media-Alta	Alta	Atractivo de la industria
Poder de negociación de los clientes:		X				Alto
Rivalidad entre las empresas					X	Bajo
Amenaza de los nuevos entrantes					X	Bajo
Poder de negociación de los proveedores:			X			Medio-Alto
Amenaza de productos sustitutos		X				Alto

3.2.2. Análisis Pestel

Debido a que ambas industrias en donde participa SalfaCorp, se encuentran altamente correlacionadas con el ciclo económico del país y sus variables macroeconómicas. Encontramos necesario realizar un análisis PESTEL para poder entender de mejor forma como impactan los factores macroeconómicos a las dos industrias en donde participa la compañía.

La metodología PESTEL, analiza los siguientes factores que afectan a la empresa: Políticos, Económicos, Socioculturales, Tecnológicos, Ecológicos y Legales, buscando encontrar oportunidades y amenazas para la empresa en cada uno de ellos.

Dado el escenario actual del país post “crisis social”, este tipo de análisis cobra especial relevancia, ya que todos los indicadores macroeconómicos sufrieron un impacto considerable. Si bien al cierre del 31 de diciembre de 2019, casi 3 meses después del inicio de la crisis, aún no se sabe con certeza la magnitud del impacto en las variables macroeconómicas. Si sabemos la dirección en que debiera impactar, por lo que en base a eso construiremos este análisis PESTEL.

3.2.2.1. Factores Políticos

Dada la alta incertidumbre política del país, existen muchos factores que pueden impactar a la empresa. Lamentablemente, como la incertidumbre política es perjudicial y costosa para un país, impacta negativamente sus variables macroeconómicas. Lo que se traduce en más amenazas que oportunidades para SalfaCorp.

Oportunidades:

- Poder aprovechar un posible aumento en licitaciones de proyectos sociales por parte del gobierno, que generalmente tienden a incrementarse en forma contra cíclica con la economía, es decir, que en momento de desaceleración económica el gobierno aumenta su porcentaje de gasto destinado a este tipo de proyecto. (Ya se anunció un fuerte incremento en el gasto fiscal para el año 2020). Lo cual sería muy beneficioso para SalfaCorp, dada la alta exposición al ciclo económico de gran parte de sus negocios.
- Posibles aumentos en subsidios a la clase media para la compra de su primera vivienda. En línea con el mayor gasto fiscal e incentivos para reactivar la economía.

- Mayores exigencias en las licitaciones estatales, en búsqueda de transparencia y objetividad, al momento de asignar una licitación, que dada la reputación y experiencia que tiene SalfaCorp podría beneficiarla.
- Nuestro gobierno, al igual que muchos otros a nivel mundial, han tratado de promover el uso de energías limpias. Por consiguiente, se está discutiendo una ley para “des carbonizar” el país, y de aquí a 2040 cerrar todas las empresas a carbón. Lo que se traduciría en un aumento de licitaciones de energías renovables, que Salfa podría aprovechar.

Amenazas:

- Potenciales aumentos de impuestos a este tipo de industrias, como ya ocurrió hace pocos años atrás con la incorporación del IVA al precio de venta de viviendas nuevas.
- Presiones políticas para modificar las leyes laborales, que hagan subir los costos por mano de obra a la empresa a través de reducción de las horas laborales, tal como la reducción a 40 horas semanales de trabajo, aumento de salarios mínimos, mayor poder otorgado a los sindicatos, etc.
- Dada la preocupación ambiental actual del gobierno, podrían venir posibles cambios en las leyes ambientales que impacten principalmente a la industria de la construcción y la obliguen a cambiar sus procedimientos de construcción, reduciendo contaminación de partículas en el aire o la contaminación acústica, lo que conlleva mayores costos para la empresa.
- Como decisión política, muchos alcaldes de diversas comunas de Santiago, han decidido cambiar los planes reguladores con el fin de limitar la cantidad de edificios en sus respectivas comunas, lo que sumado a los pocos terrenos disponibles para construir en Santiago, significan una amenaza para el costo de crecimiento de la industria.

- Fuerte incertidumbre política en Chile, que podría alcanzar un punto más complejo cuando se comience a evaluar una nueva constitución para el país. Todo eso genera incertidumbre nacional e internacional, que afecta de forma negativa a prácticamente todas las variables macroeconómicas del país, y hace caer su clasificación de riesgo internacional, haciendo aumentar el nivel de riesgo de las empresas nacionales, entre ellas SalfaCorp, lo que puede repercutir en financiamiento más caro para la empresa, mayores exigencias de sus proveedores, etc.

3.2.2.2. Factores Económicos

Estos factores son los que están directamente relacionados con los flujos futuros de la empresa. Dado que se encuentra presente en industrias altamente pro cíclicas y dependientes de las variables macroeconómicas, como: Tasas de interés, Inflación, tipo de cambio, tasa de desempleo, crecimiento económico, etc. Por lo mismo, cambios relevantes en estas variables afectarán la toma de decisiones de la empresa.

Oportunidades:

- Considerando la crisis económica que atraviesa el país, lo sensible que son las industrias de la construcción e inmobiliaria a los ciclos económicos y el impacto que puede generar a nivel país una caída fuerte en estas industrias, debido al alto porcentaje de empleos que generan. Podría implicar que el gobierno realice un mayor gasto para el año 2020 enfocado en esta industria, para así amortiguar los efectos en las tasas de desempleo. Actualmente SalfaCorp ya participa en licitaciones de viviendas sociales.

Amenazas:

- Como ya hemos mencionado antes, dada la amenaza de menor crecimiento en el país, es muy probable que sean impactados los flujos de ingresos de la empresa en el corto y mediano plazo. Debido a su alta correlación con los ciclos económicos.

- El aumento del riesgo país, presiona a que el mercado exija mayores tasas ante el mayor riesgo a las empresas, esto se ve reflejado en una fuerte alza de tasas de los bonos corporativos (en particular el bono más largo de SalfaCorp, y por lo tanto de su deuda financiera, aumentó un 170% comparando las tasas pre-crisis social a las vigentes al 31.12.2019). Además, el costo del financiamiento de los clientes también aumentó, lo que se puede traducir en una menor demanda por productos inmobiliarios.
- Dado que el dólar históricamente ha servido de moneda de refugio para los inversionistas en momentos de crisis e incertidumbre, el aumento en la demanda interna de este, hizo que el dólar subiera a niveles históricos, rozando los 850 pesos por dólar y pese a la intervención que mantiene el Banco Central sobre el tipo de cambio al 31.12.2019, se ha estabilizado en niveles cercanos a los 750 pesos por dólar, aún por sobre los niveles pre-crisis que eran de 700 pesos por dólar. Esta alza del tipo de cambio, repercute principalmente en el costo de los insumos de la empresa sobre todo para para futuras licitaciones, ya que la empresa dado que al momento de presentarse a las licitaciones debe fijar los precios que cobra, también trata en lo posible de fijar los precios de sus insumos, para cubrirse justamente de este tipo de movimientos bruscos del tipo de cambio.
- La tasa de desempleo se calcula con promedios móviles, por lo que los primeros efectos de esta crisis en el desempleo se verán recién en el segundo trimestre del próximo año. Ahora cálculos preliminares del mercado indican que la tasa de desempleo podría subir a niveles del 10%, lo que podría impactar fuertemente las ventas del próximo año sobre todo del segmento inmobiliario de la empresa, dado que, ante incertidumbre de empleo, los clientes tienden a no tomar inversiones de largo plazo como lo es la compra de una propiedad.

3.2.2.3. Factores Socioculturales

En los últimos años se ha incrementado la cantidad de extranjeros que han llegado a nuestro país. Si bien la mayoría de ellos no compra departamentos, ya sea por un tema de financiamiento económico o por horizonte de tiempo que planean quedarse en Chile, sí ha hecho aumentar fuertemente los precios de arriendos de departamentos. Lo que ha incentivado a muchos inversionistas a comprar departamentos para arrendarlos a los extranjeros. Esto a su vez ha seguido presionando los precios al alza en la industria inmobiliaria, al menos hasta antes de la crisis social.

Oportunidades:

- Poder aprovechar este segmento de departamentos comprados como inversión, para posteriormente ser arrendados. Generalmente ubicados en zonas centrales o cercanos a algún metro.
- También existe un segmento que está dispuesto a sacrificar cercanía al centro o a medios de transporte como el metro, con el fin de poder comprar una casa. Lo que abre una oportunidad a poder construir en lugares más periféricos de la ciudad, ya que existe demanda para esto.
- Dado el aumento de la fuerza laboral de extranjeros en nuestro país, que aportan mano de obra tanto calificada, como no calificada, generan una disminución en el costo de la mano de obra. Esto aplica tanto para la industria de la construcción, como para la inmobiliaria.

Amenazas:

- La llegada de extranjeros al país también ha hecho que la tasa de desempleo no llegue a su nivel de “desempleo natural”, ya que, al llegar mano de obra, tanto calificada, como no calificada, desde el extranjero. Dispuesta a trabajar por sueldos menores que el de los chilenos, ha generado que muchos chilenos no puedan encontrar trabajo o accedan a trabajos más inestables. Lo que hace postergar la decisión de compra de vivienda.

3.2.2.4. Factores Tecnológicos

La tecnología, tanto en la industria de la construcción, como en la industria inmobiliaria, juega un papel fundamental. Por el lado de la construcción, permite obtener mejores estándares de calidad, menores tiempos de entrega, abaratar costos, mayor eficiencia, en definitiva, entregar un mejor servicio. Por el lado inmobiliario, cada vez los consumidores cuentan con mayor información a su alcance en forma instantánea, a través de internet. Por lo que es crítico para las empresas de esta industria, poder estar presente en la mayor cantidad de plataformas de búsqueda de inmuebles posibles y tener una página web de buen nivel que permita al público conocer sus proyectos.

Oportunidades:

- Dado que la empresa ya tiene un enfoque de alta tecnología, para realizar proyectos complejos, podría combinar esta tecnología con un enfoque ecológico. Lo que le permitiría, además de ser eficiente, ser ecológicamente amigable. Diferenciándose aún más de otras empresas, y dado el enfoque que están teniendo los gobiernos a nivel mundial en búsqueda de políticas medioambientales, podría ser un buen plus frente a licitaciones de estado (que como mencionamos antes cobrarán mayor relevancia en tiempos de crisis económica y menor crecimiento)

Amenazas:

- Las constantes mejoras tecnológicas en la industria de la construcción, plantean un desafío constante para SalfaCorp, ya que debe estar continuamente monitoreando estas nuevas tecnologías, además de los costos que involucran incorporarlas, no solo el costo de nuevas máquinas, sino también toda la capacitación correspondiente al personal.
- Costos asociados a estar en todas las plataformas de venta de inmuebles.

3.2.2.5. Factores Ecológicos

A nivel mundial cada vez las personas han ido adquiriendo una mayor conciencia medioambiental, dado los cambios climáticos que hemos ido observando. Por lo mismo, esta preocupación se ha traspasado a los gobiernos, lo que ha llevado a que éstos busquen fórmulas para dar señales de su preocupación por el medioambiente (Por ejemplo, Cumbre COP25). En este sentido Chile no se ha quedado atrás, y ha impulsado una serie de leyes en este sentido, tal vez una que puede impactar a la industria de la construcción, es la ley que obliga a que de aquí al 2040, todas las centrales a carbón en el país desaparezcan, lo que implicaría un fuerte aumento en licitaciones de construcción de plantas de energía renovable.

Oportunidades:

- Dado que SalfaCorp se encuentra enfocada en un nicho de grandes proyectos de construcción. La ley que se está tramitando puede ser una gran oportunidad para participar en grandes proyectos de energía renovable.
- Dado que la empresa posee altos estándares de eficiencia y tecnológicos, que le permiten participar en licitaciones complejas. Si pudiese incorporar el factor ecológico a su tecnología, con procesos más limpios para el medio ambiente. Podría posicionarla como la empresa constructora “amigable con el medio ambiente” y considerando las señales dadas por el gobierno, esto podría traerle beneficios al menos en las licitaciones estatales. Al día de hoy se encuentra certificada internacionalmente bajo la norma ISO 14001, que es una norma ecológica, por lo que al menos va bien encaminada en este aspecto.

Amenazas:

- Posibles leyes ambientales que obliguen a las empresas de la industria de la construcción o inmobiliaria, a cumplir ciertos estándares ambientales que impliquen costos para la empresa.

- Cambios en las preocupaciones y exigencias de los consumidores de inmuebles, en cuanto a la eficiencia energética de los edificios que buscan, que impliquen mayores costos para la compañía.

3.2.2.6. Factores Legales

Los factores legales siempre son importantes en cualquier industria y dependiendo del tópico legal, pueden transformarse en una oportunidad o una amenaza para la empresa. Ya hemos mencionado algunos en nuestro análisis (como reforma laboral, tributaria, ecológica, planes reguladores, etc.), ahora veremos cómo impactan en la empresa

Oportunidades:

- Cualquier ley que promueva la construcción de viviendas sociales es beneficiosos para la empresa.
- Como ya mencionamos antes, la ley que se encuentra siendo discutida en el congreso sobre la desaparición de las centrales a carbón en el país de aquí al 2040, genera una oportunidad de nuevas licitaciones de energías limpias.
- Cambios en las leyes relacionadas a los planes reguladores de las comunas, que permitan poder construir edificios de mayor altura en una mayor cantidad de comunas, será beneficiosos para la empresa. Dado que esto es uno de los factores que ha hecho aumentar los precios de inmuebles en Santiago en los últimos años.

Amenazas:

- La reforma laboral que se está discutiendo actualmente en el congreso, sobre todo, lo que hace referencia a la disminución de horas trabajadas semanalmente por el trabajador, haría aumentar los costos a la empresa. Al igual que cualquier reforma pro sindicatos.

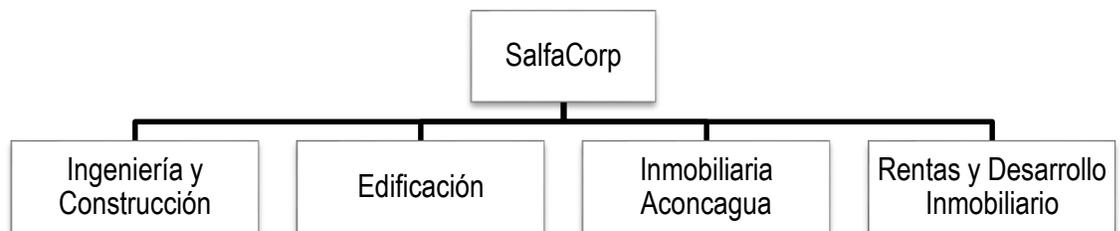
- Cualquier ley que implique aumentos de impuestos a pagar por concepto de venta de inmuebles (como la ya aprobada ley del IVA a los departamentos) afectaría negativamente a la industria inmobiliaria.

3.3. Descripción de Segmentos de la compañía

SalfaCorp mantiene operaciones activas en la construcción pública y privada. Cabe destacar que la construcción es uno de los sectores de mayor relevancia en la economía chilena, representando anualmente entre un 6% y 7% del Producto Interno Bruto (PIB) de los últimos años. Se caracteriza por ser pro cíclico, lo que se refiere a su sensibilidad a períodos de expansión y contracción económicas a nivel nacional.

Actualmente SalfaCorp mantiene posición activa en proyectos en Latinoamérica y el Caribe, concentrándose en Chile, Perú y Colombia. El modelo de negocios considera diversidad en los tipos de proyectos realizados, los que se agrupan según el destino en cuatro grandes áreas de negocio, estas son:

Gráfico n°2: Principales áreas de negocio SalfaCorp



- **Ingeniería y Construcción (ICSA):** Desarrolla obras de montaje industrial, minería subterránea, perforación y tronadura, movimientos de tierra, obras civiles, mantención industrial y obras marítimas. A través de esta filial, la Compañía tiene presencia en los mercados de Perú, Colombia y Panamá
- **Edificación (Novatec y Noval):** Presta servicios de construcción de viviendas propias o en asociación con terceros, también construye proyectos inmobiliarios para viviendas con subsidio, en el marco de los programas de integración social.
- **Inmobiliaria Aconcagua (IACO):** ejecuta y comercializa los proyectos inmobiliarios, tanto propios como en asociación con terceros, y las viviendas con subsidio.

- **Rentas y Desarrollo Inmobiliario (RDI):** administra en forma propia y a través de asociaciones inmobiliarias un stock de terrenos que asciende a aproximadamente 921 hectáreas, al 31 de diciembre de 2019, diversificadas a lo largo del país.

3.4. Descripción de la Empresa: Principales Accionistas

Al 31 de diciembre del 2019, la Sociedad tiene un total de 449.900.787.- acciones suscritas y pagadas, distribuidas entre 356 accionistas. Cabe destacar que no posee un grupo controlador o un pacto de actuación conjunta. A continuación se detalla a los 12 accionistas principales que en su conjunto contemplan el 68,90% de la propiedad, estos son:

Tabla n°2: Principales accionistas de SalfaCorp

RUT	NOMBRE O RAZÓN SOCIAL	N° ACCIONES	PARTICIPACIÓN EN LA SOCIEDAD	
			INDIVIDUAL (%)	ACUMULADO (%)
96.966.250-7	BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos (*)	74.766.221	16,6%	16,6%
96.804.330-7	Compass Group Chile S.A. Administradora General de Fondos (*)	38.042.296	8,5%	25,1%
79.685.190-2	Inversiones Ascotán Ltda.	36.106.498	8,0%	33,1%
76.100.825-0	Siglo XXI Fondo de Inversión Mobiliaria	30.316.013	6,7%	39,8%
80.537.000-9	Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	23.473.222	5,2%	45,1%
78.091.430-0	Inversiones Atlántico Limitada	20.125.257	4,5%	49,5%
96.667.040-1	Santander Asset Management S.A. Administradora General de Fondos (*)	19.929.547	4,4%	54,0%
97.023.000-9	Banco Itau Corpbanca (Por Cuenta de Inversionistas Extranjeros)	18.699.562	4,2%	58,1%
96.688.520-3	Inversiones Yuste S.A.	14.900.000	3,3%	61,4%
97.036.000-K	Banco Santander (Por Cuenta de Inversionistas Extranjeros)	12.086.754	2,7%	64,1%
79.822.680-0	Inversiones Santa Isabel Ltda.	11.021.235	2,4%	66,6%
96.767.630-6	Banchile Administradora General de Fondos S.A. (*)	10.375.783	2,3%	68,9%
TOTAL ACCIONISTAS MAYORITARIOS (12)		309.842.388		68,9%
TOTAL OTROS ACCIONISTAS (344)		140.058.399		31,1%
TOTAL ACCIONISTAS (356)		449.900.787		100,0%

De esta manera, la estructura de la sociedad queda en propiedad de Fondos de Inversión en un 37,90%, Corredores de Bolsa con un 14,40% y Bancos por Cuenta de Terceros y Fondos Extranjeros con un 9,20% de la propiedad de la empresa.

3.5. Descripción de la Industria: Empresas Comparables

3.5.1. Socovesa S.A.

Compañía inmobiliaria y constructora, cuya cadena de valor abarca desde el estudio de proyectos hasta el servicio de postventa. La Compañía posee dos unidades de negocio: Área Inmobiliaria y Área de Ingeniería y Construcción. Actualmente transa sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. Sus acciones tienen derecho de clase común y serie única. Al 31 de diciembre del 2019 la empresa presentó una presencia bursátil de un 28,33%.

3.5.2. Paz Corp. S.A.

Empresa dedicada al rubro inmobiliario de origen chileno, con presencia en Chile, Perú y Brasil. Se dedica al desarrollo de viviendas. Durante este periodo ha concretado más de 150 proyectos y 30 mil viviendas. Actualmente transa sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. Sus acciones tienen derecho de clase común y serie única. Una característica particular es la ejecución casi completa de sus proyectos inmobiliarios, desde el arquitectura, ejecución y supervisión de publicidad, construcción y comercialización. Las 5 subsidiarias consolidadas son: Inmobiliaria Paz SpA, Constructora Paz SpA, Paz Servicios Profesionales SpA, Inversiones Paz Perú SpA E inversiones Paz Brasil SpA. Al 31 de diciembre del 2019 la empresa presentó una presencia bursátil de un 39,44%.

3.5.3. Besalco S.A.

Bezanilla Salinas Construcciones S.A. , es una de las principales constructoras en la industria local y se encuentran presentes en Perú. En obras civiles opera con construcciones, montaje industrial y Kipreos dedicada a la construcción de líneas de transmisión eléctricas. Otras filiales se dedican a proyectos inmobiliarios en Chile y Perú, concesiones de obras públicas, y transporte de material para la gran minería y para diversos clientes. Actualmente transa sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. Sus acciones tienen derecho son de serie única. Al 31 de diciembre del 2019 la empresa presentó una presencia bursátil de un 78,33%.

3.6. Financiamiento de la empresa

La empresa presenta dos grandes fuentes de financiamiento que son patrimonio y deuda financiera. Se aprecia que 43,48% del total de la deuda corresponde a créditos bancarios y un 39,05% a Bonos y Pagarés emitidos principalmente a largo plazo.

Tabla n°3: Distribución de fuentes de financiamiento de SalfaCorp al 31.12.2019

Otros Pasivos Financieros	Corriente M\$	No Corriente M\$	Total	% del Total
Créditos Bancarios	\$ 142.667.218	\$ 48.397.942	\$ 191.065.160	43,48%
Cesión de cartera con responsabilidad	\$ 23.128.229	\$ 0	\$ 23.128.229	5,26%
Leasing Financiero	\$ 6.371.447	\$ 12.399.844	\$ 18.771.291	4,27%
Bonos y pagarés	\$ 4.127.284	\$ 167.448.696	\$ 171.575.980	39,05%
Pasivos por compra de terreno	\$ 2.720.016	\$ 18.783.095	\$ 21.503.111	4,89%
Pasivos por arrendamiento IFRS 16	\$ 2.159.683	\$ 11.205.903	\$ 13.365.586	3,04%
Total	\$ 181.173.877	\$ 258.235.480	\$ 439.409.357	100,0%

A continuación, se detalla la composición de Bonos vigentes en el mercado emitidos por la empresa al 31 de diciembre del 2019:

Tabla n°4: Detalle de bonos vigentes de SalfaCorp al 31.12.2019

Bono	Serio B	Serio G	Serie P	Serie S	Serie T
Nemotécnico	BSALF-B	BSALF-G	BSALF-P	BSALF-S	BSALF-T
Fecha de Emisión	31-05-08	15-10-10	05-04-18	05-10-18	15-04-19
Fecha de Colocación	19-06-08	15-10-10	26-04-18	12-12-18	08-05-19
Valor Nominal serie (UF)	2.000.000 UF	2.000.000 UF	2.000.000 UF	2.000.000 UF	1.000.000 UF
Moneda	Unidades de Fomento				
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	31-05-20	15-10-31	05-04-25	05-10-29	15-04-30
Tipo de Bono	Francés - con periodos de gracia	Estructura Variable			
Tasa Cupón	4,50%	4,00%	3,00%	2,90%	2,40%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de Pagos	42	42	14	22	22
Periodo de Gracia	4 semestres	4 semestres	8 semestres	14 semestres	5 semestres
Motivo de Emisión	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor o filiales.	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor o filiales.	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor o filiales.	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor o filiales.	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor o filiales.

Clasificación de Riesgo	Fellerrate (BBB+) Fitchratings (BBB+)	Fellerrate (BBB+) Fitchratings (BBB+) ICR (A-)	Fellerrate (BBB) Fitchratings (BBB) ICR (BBB+)	Fellerrate (BBB) Fitchratings (BBB) ICR (BBB+)	Fellerrate (BBB) Fitchratings (BBB) ICR (BBB+)
Tasa de Colocación	5,00%	4,00%	3,04%	3,34%	2,52%
Precio de Venta en Colocación	96,10%	100%%	99,95%	97,15%	99,32%
Valor de Mercado	· Colocado bajo la par a 95,88% · Bono se transa el 31.12.19 bajo la par a 99,65% con una tasa de mercado de 4,58% (tasa RiskAmerica)	· Colocado a la par · Bono se transa el 31.12.19 bajo la par a 98,11% con una tasa de mercado de 4,38% (tasa RiskAmerica)	· Colocado bajo la par a 99,78% · Bono se transa el 31.12.19 bajo la par a 96,38% con una tasa de mercado de 4,01% (tasa RiskAmerica)	· Colocado bajo la par a 96,64% · Bono se transa el 31.12.19 bajo la par a 90,32% con una tasa de mercado de 4,38% (tasa RiskAmerica)	· Colocado bajo la par a 99,17% · Bono se transa el 31.12.19 bajo la par a 87,38% con una tasa de mercado de 4,60% (tasa RiskAmerica)

3.7. Estimación Estructura de Capital de la Empresa

Al analizar la estructura de capital de la empresa, se aprecia una alta volatilidad durante los últimos 5 años. Esto debido principalmente a la dispersión de los precios de la acción que llegaron a un máximo de \$1.135 en 2017 y a fines del 2019 se encuentran en niveles sustancialmente más bajos cerrando el año en \$431 pesos por acción, una caída de casi un 60% en dos años. Debido a esto, consideramos pertinente utilizar 5 periodos de análisis y proyectar utilizando el promedio de la estructura de capital, como la estructura objetivo, dado nuestro análisis esta sería un 1,45.

Por su parte, la deuda financiera viene dada de los últimos 5 años presentando los siguientes niveles de deuda:

Tabla n°5: Deuda Financiera SalfaCorp

	2015	2016	2017	2018	2019
Otros Pasivos Financieros Corrientes	\$ 198.088.459	\$ 245.788.616	\$ 222.425.602	\$ 190.441.289	\$ 181.173.877
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	\$ 169.231.172	\$ 155.256.647	\$ 167.549.990	\$ 254.588.919	\$ 258.235.480
Deuda Financiera M\$	\$ 367.319.631	\$ 401.045.263	\$ 389.975.592	\$ 445.030.208	\$ 439.409.357
Deuda Financiera UF	14.332.137 UF	15.221.101 UF	14.552.338 UF	16.144.294 UF	15.521.381 UF
UF	\$ 25.629,09	\$ 26.347,98	\$ 26.798,14	\$ 27.565,79	\$ 28.309,94

El patrimonio económico se ha calculado tomando el precio de cierre al último día hábil de diciembre de la acción. De esta forma el patrimonio económico al cierre de cada año es:

Tabla n°6: Patrimonio Económico SalfaCorp

	2015	2016	2017	2018	2019
Número Total de Acciones	\$ 449.900.787	\$ 449.900.787	\$ 449.900.787	\$ 449.900.787	\$ 449.900.787
Precio de la Acción	\$ 375,21	\$ 480,00	\$ 1.135,40	\$ 990,80	\$ 430,89
Patrimonio Económico	\$ 168.807.274.290	\$ 215.952.377.760	\$ 510.817.353.560	\$ 445.761.699.760	\$ 193.857.750.110
Patrimonio en M\$	\$ 168.807.274	\$ 215.952.378	\$ 510.817.354	\$ 445.761.700	\$ 193.857.750
UF	\$ 25.629	\$ 26.348	\$ 26.798	\$ 27.566	\$ 28.310
Patrimonio Económico UF	6.586.550 UF	8.196.164 UF	19.061.672 UF	16.170.830 UF	6.847.692 UF

A continuación, se muestra una tabla descriptiva histórica de los últimos 5 años, con respecto a los máximos, mínimos, valores promedio y desviación estándar de la deuda financiera, el patrimonio económico y el valor económico de la empresa.

Tabla n°7: Estadística Descriptiva Estructura de Capital de los últimos 5 años

Estadística Descriptiva Estructura de Capital (montos en UF)				
	Mínimo	Máximo	Promedio	Desviación Estándar
Deuda Financiera	14.332.137	16.144.294	15.154.250	734.440
Patrimonio Económico	6.586.550	19.061.672	11.372.582	5.822.707
Valor Económico	20.918.687	33.614.010	26.526.832	5.961.126

De esta manera obtenemos los siguientes ratios de estructura de capital:

Tabla n°8: Estructura de Capital Objetivo en base a promedio últimos 2 y 5 años

Estructura de Capital Objetivo							
	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio últimos 5 años	Promedio últimos 2 años
B/V	0,69	0,65	0,43	0,50	0,69	0,59	0,60
P/V	0,31	0,35	0,57	0,50	0,31	0,41	0,40
B/P	2,18	1,86	0,76	1,00	2,27	1,45	1,48

3.8. Estimación del costo de capital de SalfaCorp

3.8.1. Introducción

El costo de capital para la compañía, se calcula utilizando el costo de capital promedio ponderado (WACC). Los pasos para determinar este costo son los siguientes:

3.8.2. Estimación del Beta de la Deuda

Para calcular el B_d se utiliza CAPM, y se consideran los siguientes datos:

Tabla n°9: Parámetros cálculo Beta de la Deuda

Parámetros	
Tasa Libre de Riesgo	0,80%
PRM	5,89%
Kb	4,60%

Supuestos:

- La tasa K_b se obtiene en base al bono más largo vigente de la empresa, que también es el último colocado por la empresa y corresponde al BSALF-T que vence en 10 años más. El cual al 31.12.2019 tiene una tasa de 4,6% en UF (Fuente: RiskAmerica)
- Tasa libre de riesgo que corresponde a UF-30, y asumiremos es representativa también para el bono de 10 años que mantiene vigente la empresa.
- El premio por riesgo de mercado de 5,89%, es provisto por cálculos de Damodaran para el riesgo de Chile a fines de 2019.

Con estos datos calculamos el B_d a través de CAPM:

Utilizando la siguiente fórmula:

$$B_d = \frac{(K_b - r_f)}{PRM}$$

Obtenemos:

$$Bd = \frac{(4,60\% - 0,80\%)}{5,89\%} = 0,65$$

3.8.3. Estimación del Beta Patrimonial con deuda

Para determinar el Beta Patrimonial con deuda actual de la compañía, se realiza una regresión lineal utilizando información correspondiente a las rentabilidades semanales de los últimos 2 años. La regresión se realiza con datos de SalfaCorp y datos del IGPA. Los periodos comprenden desde la primera semana de enero de 2018, hasta última de diciembre de 2019, de esta manera el Beta del 2019 corresponde a la regresión lineal entre los retornos semanales de SalfaCorp y el IGPA para los periodos de enero 2018 y diciembre 2019. Tal como se aprecia en la última columna de la siguiente tabla. Además, en la tabla se aprecian los resultados de las regresiones con 2 años de información de retornos semanales, para los años 2015, 2016, 2017 y 2018, sólo de forma referencial.

En el siguiente cuadro se presentan los datos obtenidos y su significancia estadística:

Tabla n°10: Resultados de regresiones lineales realizadas entre los años 2015-2019 en base a los retornos semanales de 2 años de la compañía y el IGPA

	2015	2016	2017	2018	2019
Beta	0,71	0,93	2,26	2,34	1,26
P. Value	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	76,11	83,89	100,00	100,00	96,67
Estadísticamente	Significativo	Significativo	Significativo	Significativo	Significativo

De los valores de Beta obtenidos podemos ver una amplia dispersión entre mínimos obtenidos en 2015 de 0,71 y máximos de 2,34 en 2018. Cabe destacar que en 2015 y 2016 el beta fue inferior a 1, por ende frente a un cambio de un 1% en el retorno de mercado, el retorno de la acción se mueve en menor proporción. Si bien tenemos betas significativos inferiores a uno y superiores a 2, resulta poco representativo de la industria,

siendo que históricamente se ha mostrado como una industria que se desarrolló en la misma medida que el mercado.

Dada la volatilidad existente de betas, dependiendo de los años que consideremos para el análisis, decidimos utilizar el beta más reciente, correspondiente a la regresión de los últimos 2 años de retornos semanales. Considerando que puede ser un mejor reflejo de la correlación actual de los retornos de la empresa con los del mercado.

Tabla n°11: Resultado regresión lineal realizada para el año 2019, en base a los retornos semanales de los últimos 2 años de la compañía y el IGPA

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,01	0,00	-1,89	0,06	-0,01	0,00	-0,01	0,00
RET_IGPA	1,26	0,20	6,37	0,00	0,87	1,66	0,87	1,66

Por lo tanto, a través de la regresión realizada podemos establecer:

$$\beta_p c/d = 1.26$$

3.8.4. Estimación Beta Patrimonial sin deuda

Para determinar el Beta Patrimonial sin deuda, dado que $K_b > R_f$ (4,60% > 0,80%), se utiliza la fórmula de Rubinstein para des apalancar el Beta Patrimonial con deuda obtenido con la regresión:

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

Para utilizar esta fórmula se consideran los siguientes datos:

$t_c = 27,00\%$ Corresponde al promedio de tasa impositiva para las empresas en Chile de los últimos 2 años (Año 2018: 27,00% y Año 2019: 27,00%)

$$B_p c/d = 1,26$$

$$B_d = 0,65$$

Para calcular el B/P con el que se des apalanca, es importante que sea consistente con el período que utilizamos para calcular el Beta Patrimonial con deuda, es decir, el promedio de los últimos 2 años. Por lo que, por un lado, consideraremos el promedio de los últimos 2 años del Patrimonio económico, definido como el número de acciones multiplicado por el precio de la acción (obtenidos de la página de la bolsa de comercio), al cierre de 31 de diciembre de 2019 y 2018. Por otro lado, asumiremos que la deuda financiera actual se transa a su valor par, por lo que no es necesario incorporar ajustes a la deuda financiera contable:

Por lo tanto, el B/P promedio de los últimos 2 años es = 1,48.

Con estos datos se des apalanca el Beta Patrimonial sin deuda y obtenemos lo siguiente:

$$\beta_p \frac{s}{d} = \frac{(1,26 + (0,65 \times (1 - 27,00\%) \times 1,48))}{(1 + (1 - 27,00\%) \times 1,48)} = 0,94$$

3.8.5. Estimación de estructura de capital objetivo

Al analizar la estructura de capital de la empresa, se aprecia una alta volatilidad durante los últimos 5 años. Esto debido principalmente a la dispersión de los precios de la acción que llegaron a un máximo de \$1.135 en 2017 y a fines del 2019 se encuentran en niveles sustancialmente más bajos cerrando el año en \$430 pesos por acción, una caída de casi un 60% en dos años. Debido a esto, consideramos pertinente utilizar 5 periodos de análisis y proyectar utilizando el promedio de la estructura de capital como la estructura objetivo. Dado nuestro análisis esta sería un 1,45.

3.8.6. Estimación de Beta Patrimonial con Deuda (considerando estructura objetivo)

Con el dato de la estructura de capital objetivo calculado (1,45) y dado que $k_b > r_f$ (4,60% > 0,80%), utilizamos la fórmula de Rubinstein para apalancar el Beta Patrimonial sin deuda:

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

$$\beta_p c/d = (0,94 \times (1 + (1 - 27,00\%) \times 1,45)) - (0,65 \times (1 - 27,00\%) \times 1,45)$$

$$\beta_p c/d = 1,26$$

3.8.7. Estimación Costo Patrimonial (considerando estructura objetivo)

Para determinar el Costo Patrimonial (K_p) de SalfaCorp, hemos utilizado CAPM y las razones de capital objetivo planteadas, considerando los siguientes datos:

Tabla n°12: Parámetros para estimación Costo Patrimonial

Parámetros	
Tasa Libre de Riesgo	0,80%
PRM	5,89%
Bp c/d	1,26

$$K_p = 0,80\% + (5,89\% \times 1,26)$$

$$K_p = 8.21\%$$

3.8.8. Estimación del costo de Capital (WACC)

Por último, se calcula el costo de capital promedio ponderado (WACC) de SalfaCorp, esto asumiendo la tasa de interés del bono a mayor plazo (4,60%). Además, se mantiene constante durante el tiempo la tasa de impuesto registrada durante los últimos 2 años de un 27.00%. Considerando razón de deuda/patrimonio objetivo de largo plazo (B/V) de un 59.23% y razón patrimonio/valor (P/V) de 40,77%, se obtiene de esta forma que:

$$WACC = K_p \times \left(\frac{P}{V} \right) + K_b \times (1 - t_c) \times \left(\frac{B}{V} \right) -$$

$$WACC = 8.21\% \times 40.77\% + 4,60\% \times (1 - 27.00\%) \times 59.23\%$$

$$WACC = 5,34\% \text{ Tasa Real en UF}$$

3.9. Valoración Económica y Precio Estimado de la Acción

3.9.1. Flujo de Caja

La siguiente sección tiene como propósito calcular el flujo de caja libre, el cual se calcula descontando al flujo de caja bruto, las inversiones en reposición, nuevos activos y aumentos en capital de trabajo.

3.9.1.1. Análisis Operacional del Negocio e Industria

En el presente informe podrán encontrar los estados financieros de la empresa como anexo, para el periodo estudiado comprendido entre 2015 y 2019. La información fue obtenida directamente de la sección de inversionistas dispuesta por la compañía en su página web.

En el presente análisis de crecimiento se puede apreciar la evolución anual de ventas consolidadas y desagregadas por cada unidad de negocio.

Tabla n°13: Evolución anual de ventas de la compañía últimos 5 años

Ingreso de actividades ordinarias por Segmento	En MUF					Variación Anual			
	2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Segmento ICSA	17.390 UF	19.905 UF	19.588 UF	19.851 UF	20.509 UF	14,46%	-1,59%	1,34%	3,31%
Segmento Inmobiliaria Aconcagua	4.917 UF	3.185 UF	3.281 UF	3.154 UF	3.496 UF	-35,24%	3,02%	-3,87%	10,86%
Segmento Edificación	4.163 UF	5.001 UF	3.671 UF	3.368 UF	3.191 UF	20,15%	-	-8,26%	-5,25%
Segmento Rentas y Desarrollo Inmobiliario	693 UF	1.460 UF	957 UF	1.782 UF	1.421 UF	110,65%	-	86,28%	-20,28%
Servicios Salfacorp	240 UF	301 UF	388 UF	332 UF	359 UF	25,57%	28,95%	-14,52%	8,21%
Venta de terrenos corrientes	-	-	-	166 UF	-				-
Total ingresos actividades Salfacorp	27.403 UF	29.852 UF	27.885 UF	28.652 UF	28.976 UF	8,94%	-6,59%	2,75%	1,13%
Ajustes y eliminaciones otros	-893 UF	-1.350 UF	-1.064 UF	-987 UF	-783 UF	51,13%	-	-7,18%	-20,65%

Ajustes y eliminaciones									
Edificación	-2.107 UF	-2.054 UF	-1.897 UF	-1.604 UF	-1.714 UF	-2,51%	-7,64%	-15,43%	6,85%
Total ingresos actividades									
Salfacorp	24.403 UF	26.448 UF	24.924 UF	26.061 UF	26.478 UF	8,38%	-5,76%	4,56%	1,60%

En base a lo anteriormente expuesto, se puede apreciar una caída significativa en las ventas entre los años 2016 y 2017, donde la venta cae un 6,59% entre estos 2 años. Desde el 2017 al 2019 la venta ha aumentado a tasas conservadoras de un 2,75% para el 2018 y un 1,13% para el 2019 respecto al anterior año. En resumen, podemos ver que la venta ha tenido el siguiente comportamiento:

Tabla n°14: Crecimiento Real de Ventas

Crecimiento Real de Ventas			
2016	2017	2018	2019
8,38%	-5,76%	4,56%	1,60%

3.9.1.2. Activos Prescindibles

La industria de SalfaCorp considera inversiones en propiedades, inventarios no corrientes y mayor valor por plusvalía como parte fundamental del negocio y por ende su operación. Por ende, los activos prescindibles considerados año a año son:

Tabla n°15: Activos No Corrientes 2015 a 2019

	Total Consolidado 2015 UF	Total Consolidado 2016 UF	Total Consolidado 2017 UF	Total Consolidado 2018 UF	Total Consolidado 2019 UF
Activos, No Corrientes					
Otros activos financieros	82.853	61.289	43.714	52.808	50.548
Otros activos no financieros	111.173	109.082	107.391	104.596	101.911
Total	194.026	170.371	151.105	157.404	152.459

Esto dado que, los ítems destacados corresponden en su mayoría a arriendos pagados por adelantado y anticipos de compra de terrenos. El total de estos activos prescindibles para el año 2019 corresponde a **152.459.- UF** los cuales posteriormente deberán ser incorporados en los ajustes para el cálculo final del Patrimonio Económico de la empresa al cierre de 2019.

El valor económico vendría dado por los flujos que generen de manera permanente los activos de SalfaCorp que se han calculado como los Activos Operacionales:

Tabla n°16: Total Activos 2019

	Total Consolidado 2019 UF
Total activos corrientes	13.368.575 UF
Otros activos financieros	50.548 UF
Otros activos no financieros	101.911 UF
Total Activos	13.521.034 UF

3.9.1.3. Proyección de Estados de Resultados

Tabla n°17: Proyección EE.RR. años 2020-2024 en UF

	Al 31-12-2019	Al 31-12-2020	Al 31-12-2021	Al 31-12-2022	Al 31-12-2023	Al 31-12-2024
	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos de actividades ordinarias	26.478.317	26.875.492	27.547.379	28.236.064	28.941.965	29.665.514
	UF	UF	UF	UF	UF	UF
	(24.225.946)	(24.174.459)	(24.778.820)	(25.398.291)	(26.033.248)	(26.684.079)
Costo de ventas	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ganancia bruta	2.252.371 UF	2.701.033 UF	2.768.559 UF	2.837.773 UF	2.908.717 UF	2.981.435 UF
Otros ingresos	4.362 UF	12.548 UF	12.548 UF	12.548 UF	12.548 UF	12.548 UF
Costos de distribución	(91.783) UF	(80.265) UF	(82.271) UF	(84.328) UF	(86.436) UF	(88.597) UF
	(1.317.495)	(1.417.355)	(1.452.788)	(1.489.108)	(1.526.336)	(1.564.494)
Gastos de administración	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Otros gastos, por función	(177) UF	(3.398) UF	(3.398) UF	(3.398) UF	(3.398) UF	(3.398) UF
Otras ganancias (pérdidas)	544 UF	(9.907) UF	(9.907) UF	(9.907) UF	(9.907) UF	(9.907) UF
Ingresos financieros	34.041 UF	48.204 UF				
Costos financieros	(392.795) UF	(390.814) UF				
Resultados financieros netos	(358.753) UF	(342.610) UF				
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	512.006 UF	363.717 UF				
Diferencias de cambio	20.356 UF	12.515 UF				

Resultados por unidades de reajuste	(45.328) UF	(83.089) UF	(83.089) UF	(83.089) UF	(83.089) UF	(83.089) UF
Resultado antes de impuesto	976.103 UF	1.153.191 UF	1.183.276 UF	1.214.114 UF	1.245.722 UF	1.278.121 UF
Resultado por impuesto a las ganancias	(154.390) UF	(311.362) UF	(319.485) UF	(327.811) UF	(336.345) UF	(345.093) UF
Resultado del período	821.713 UF	841.829 UF	863.792 UF	886.303 UF	909.377 UF	933.028 UF

Para proyectar los ingresos operacionales de la empresa, optamos por hacerlo en base a las expectativas de crecimiento del PIB, que arroja la encuesta que realiza periódicamente el Banco Central de Chile. Debido a que consideramos que los datos históricos no son capaces de capturar la incertidumbre Política-Económica reinante en el país a fines del año 2019. Por lo que los resultados se encontrarían sesgados. Mientras que la encuesta a expertos sobre el crecimiento del PIB logra capturar de mejor forma la situación actual del país y de la industria de la construcción, considerando que ambas se encuentran muy correlacionadas.

En base a esta encuesta consideramos un crecimiento en los ingresos por venta de 1,50% para el año 2020, 2,50% 2021 y asumimos que esta última tasa de crecimiento se mantiene constante para los años 2022, 2023 y 2024, tal como se muestra en la siguiente tabla:

Tabla n°18: Expectativas de crecimiento del PIB años 2020 y 2021, en base a encuesta a operadores financieros por parte del Banco Central de Chile

En base a encuesta del Banco Central sobre crecimiento del PIB años 2020 y 2021	
Años	Tasa de Crecimiento Anual
2020	1,50%
2021	2,50%
Supuesto 2022-2024	2,50%

Para el resto de las partidas, tras analizar los Estados de Resultado de los últimos 5 años, nos percatamos que porcentualmente en comparación a los ingresos por venta se mantenían relativamente constantes. Por lo mismo, decidimos proyectar en base al porcentaje promedio de los últimos 5 años con respecto a los ingresos totales, manteniendo esa relación constante para los períodos proyectados. Porcentajes que se muestran en tabla a continuación.

Tabla n°19: Relación porcentual de las partidas del EE.RR. con respecto a los Ingresos por ventas para los años 2015-2019

	Al 31-12-2015 UF	31-12-2016 UF	Al 31-12-2017 UF	Al 31-12-2018 UF	Al 31-12-2019 UF	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-87,44%	-89,95%	-89,97%	-90,90%	-91,49%	-89,95%
Ganancia bruta	12,56%	10,05%	10,03%	9,10%	8,51%	10,05%
Otros ingresos	0,10%	0,04%	0,04%	0,05%	0,02%	0,05%
Costos de distribución	-0,37%	-0,24%	-0,24%	-0,30%	-0,35%	-0,30%
Gastos de administración	-6,26%	-4,95%	-5,20%	-4,99%	-4,98%	-5,27%
Otros gastos, por función	-0,03%	-0,01%	-0,01%	-0,02%	0,00%	-0,01%
Otras (pérdidas) ganancias	0,07%	-0,09%	-0,08%	-0,09%	0,00%	-0,04%
Ingresos financieros	0,23%	0,23%	0,15%	0,21%	0,13%	0,19%
Costos financieros	-1,64%	-1,77%	-1,27%	-1,45%	-1,48%	-1,52%
Resultados financieros netos	-1,41%	-1,55%	-1,12%	-1,24%	-1,35%	-1,33%
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	0,75%	1,15%	1,50%	1,70%	1,93%	1,41%
Diferencias de cambio	0,15%	-0,06%	-0,03%	0,11%	0,08%	0,05%
Resultados por unidades de reajuste	-0,55%	-0,26%	-0,30%	-0,35%	-0,17%	-0,33%
Resultado antes de impuesto	5,00%	4,09%	4,60%	3,99%	3,69%	4,27%
Resultado por impuesto a las ganancias	-1,02%	-0,46%	-0,90%	-0,46%	-0,58%	-0,68%
Resultado del período	3,99%	3,63%	3,70%	3,53%	3,10%	3,59%

Las excepciones a esta regla son las partidas No Operacionales, como; Otros Ingresos, Otros gastos por función, Otras Pérdidas o Ganancias, Ingresos y Costos Financieros, Participación en ganancias o pérdidas asociadas, Diferencias de cambio y Resultados por unidades de reajuste. Las cuales fueron calculadas en base al promedio de los últimos 5 años y ese valor se asumió constante para la proyección. Por último, mencionar que si bien el resultado antes de impuesto fue calculado en base a estos dos métodos antes descritos. Para calcular el resultado por impuesto a las ganancias, consideramos que la tasa de impuesto corporativo del año 2019, correspondiente a un 27,00%, se mantendría constante a perpetuidad.

Tabla n°20: Supuestos detrás de las proyecciones realizadas de los EE.RR.

Supuesto	
Ingresos de actividades ordinarias	Proyección en base a crecimiento del PIB
Costo de ventas	Proyección en base a porcentaje promedio de los ingresos totales
Ganancia bruta	
Otros ingresos	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Costos de distribución	Proyección en base a porcentaje promedio de los ingresos totales
Gastos de administración	Proyección en base a porcentaje promedio de los ingresos totales
Otros gastos, por función	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Otras (pérdidas) ganancias	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Ingresos financieros	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Costos financieros	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Resultados financieros netos	

Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Diferencias de cambio	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Resultados por unidades de reajuste	Proyección en base a promedio de últimos 5 años que se mantienen constantes a perpetuidad
Resultado antes de impuesto	
Resultado por impuesto a las ganancias	Proyección en base a porcentaje promedio de los ingresos totales y tasa de impuesto se mantiene constante
Resultado del período	

3.9.1.4. Proyección de Flujo de Caja Libre

El objetivo de proyectar el Flujo de Caja Libre, es poder reversar las ganancias (o pérdidas) contables de aquellas partidas que no representan un flujo operativo para la empresa.

Para realizar esta proyección consideramos los siguientes supuestos:

a) Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles:

Al 31 de diciembre del 2019, la empresa presentó una Depreciación y Amortización consolidada del orden de UF 435 anual, esta magnitud se mantiene constante para los siguientes años a perpetuidad.

Tabla n°21: Proyección Depreciación y Amortización

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Depreciación y Amortización	-435	-435	-435	-435	-435	-435

b) Inversión de Reposición:

Se estimó la Inversión en Reposición como un 50% de la Depreciación y Amortización del periodo, de esta manera obtenemos Inversiones constantes del orden de UF 218 anuales:

Tabla n°22: Proyección Inversión de Reposición

Flujo de caja Libre en UF	31-12-19	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-2025
-Inversión de Reposición	(218) UF	(435) UF					

c) Nuevas Inversiones:

En base a los Estados Financieros Razonados anualmente publicados por la compañía, fue posible acceder a los niveles de inversión en activo fijo realizadas anualmente en los últimos 5 años. Para realizar nuestra proyección, consideramos el porcentaje con respecto a los ingresos por ventas que representaba el ítem de nueva inversión en cada año y calculamos el porcentaje promedio de los últimos 5 años (3,66% de las ventas). A partir de esa relación, proyectamos los próximos 4 años (hasta el año 2023). Luego desde el año 2024 a perpetuidad, consideramos que no se realizarán nuevas inversiones (escenario conservador).

La inversión anual histórica recopilada es de:

Tabla n°23: Proyección nuevas inversiones en base al promedio del porcentaje de la inversión histórica y el ingreso por venta de los últimos 5 años

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Flujo de Inversión UF	2.595.605	(298.771)	1.170.305	222.268	856.696	909.221
Porcentaje de Inversión con respecto a los ingresos x venta	10,64%	-1,13%	4,70%	0,85%	3,24%	3,66%

d) Inversión en capital de trabajo:

Para el análisis de capital de trabajo consideramos Cuentas por Cobrar corrientes, inventarios y Efectivo como activos operacionales, por su parte las Cuentas por Pagar corrientes como pasivos operacionales. Incluimos el efectivo y equivalentes, al ser considerados operacionales.

La inversión o exceso de Capital de Trabajo para los siguientes años se espera que se mantenga en el orden de las UF 180.000 en promedio para los próximos 4 años. Y a partir del año 2024 se asume que no hay más variación en capital de trabajo.

Para realizar la proyección de la variación del CTON, utilizamos el RCTON, es decir, la proporción porcentual promedio que representa históricamente el CTON con respecto a los ingresos para la empresa y en base a ese porcentaje proyectamos, a continuación, se muestran los porcentajes históricos de RCTON:

Tabla n°24: RCTON histórico promedio que asumiremos se mantiene constante en el tiempo con el fin de realizar la proyección

Porcentaje del Capital de Trabajo Operacional Neto con respecto a los ingresos	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
RCTON	32,13%	25,26%	25,02%	24,99%	20,07%	25,49%

En base al RCTON promedio obtenido de 25,49%, asumimos que esa relación del Capital de Trabajo Operacional Neto y los Ingresos por Venta se mantienen constante en el tiempo y obtenemos las siguientes proyecciones:

Tabla n°25: Proyección del Capital de Trabajo Operacional Neto en base al RCTON promedio histórico

Cálculo Capital de Trabajo Operacional Neto	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cuentas por Cobrar + Inventario +Efectivo	10.183.080	12.351.978	12.660.777	12.977.297	13.301.729	13.634.272
Cuentas por Pagar	4.868.764	5.500.465	5.637.977	5.778.926	5.923.400	6.071.485
CTON	5.314.316	6.851.512	7.022.800	7.198.370	7.378.330	7.562.788
Variación CTON	1.537.197	171.288	175.570	179.959	184.458	0
RCTON	20,07%	25,49%	25,49%	25,49%	25,49%	25,49%

Para el año 2019, dado que el total de Cuentas por Cobrar más los Inventarios y Efectivo en 2019 son de UF 10.183.080 y el total de Cuentas por Pagar son UF 4.868.764, por ende, la empresa cuenta con un exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto de UF 5.314.316. Ahora si realizamos el mismo ejercicio para el siguiente año, vemos que se presenta un exceso de UF 6.851.512, calculado como el total de Cuentas por Cobrar, Inventarios y Efectivos menos las Cuentas por Pagar. Por ende, la variación en capital

de trabajo que se proyecta en el 2019 para el 2020 es en sí un exceso de UF 1.537.197. Que debe ser considerado para el posterior cálculo del valor económico de la empresa.

Se espera que, para los próximos años, los niveles de CTON se mantengan en el orden de las UF 7.200.- lo que indica que la empresa cuenta con fondos líquidos suficientes para pagar pasivos corrientes y mantener la operación en el corto plazo.

e) Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación:

Esta partida financiera la consideraremos como parte de la operación, por lo mismo no será reversada. Ya que, dado el modelo de negocio de SalfaCorp, en el cual constantemente genera asociaciones estratégicas con otras empresas para participar en licitaciones, implica que éstas representan un monto recurrente y relativamente estable en el tiempo como se aprecia en la siguiente tabla.

Tabla n°26: Datos históricos de Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación

	Al 31-12- 2015 UF	31-12- 2016 UF	Al 31-12- 2017 UF	Al 31-12- 2018 UF	Al 31-12- 2019 UF
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	183.166	304.636	374.943	443.833	\$ 512.006

En base a estos supuestos y considerando que no existen crecimiento en los ingresos por ventas después del año 2024 obtenemos el siguiente Flujo de Caja Libre:

Tabla n°27: Proyección Flujo de Caja Libre

Flujo de caja Libre en UF	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-2025
Utilidad Neta del periodo	841.829	863.792	886.303	909.377	933.028	933.028
Ajustes:						
+Depreciación y Amortización	435	435	435	435	435	435
-Otros Ingresos	(12.548)	(12.548)	(12.548)	(12.548)	(12.548)	(12.548)
+Otros gastos, por función	3.398	3.398	3.398	3.398	3.398	3.398
+/-Otras (pérdidas) ganancias	9.907	9.907	9.907	9.907	9.907	9.907
+/-Diferencias de cambio	(12.515)	(12.515)	(12.515)	(12.515)	(12.515)	(12.515)
+/-Resultados por unidades de reajuste	83.089	83.089	83.089	83.089	83.089	83.089
-Ingresos Financieros (después de Impto)	(48.204)	(48.204)	(48.204)	(48.204)	(48.204)	(48.204)
+Costos Financieros (después de Impto)	390.814	390.814	390.814	390.814	390.814	390.814
Flujo de caja Bruto	1.256.205	1.278.167	1.300.678	1.323.752	1.347.403	1.347.403
-Inversión de Reposición	(218)	(218)	(218)	(218)	(218)	(435)
-Nuevas Inversiones	(983.134)	(1.007.712)	(1.032.905)	(1.058.727)	0	-
-/+Inversión en Capital de Trabajo	(171.288)	(175.570)	(179.959)	(184.458)	0	-
Flujo de caja Libre	101.566	94.667	87.597	80.349	1.347.186	1.346.968

Cálculo Valor Terminal	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-2025
Flujo de Caja Libre	101.566	94.667	87.597	80.349	1.347.186	1.346.968
Valor Terminal					25.239.895	
Flujo de caja Libre + Valor Terminal	101.566	94.667	87.597	80.349	26.587.081	

En el año 2024, al valor obtenido del Flujo de caja libre, le incorporamos el Valor Terminal, que corresponde a los flujos a perpetuidad que proyectamos recibirá la

empresa, traídos a valor de ese año, considerando que no tendrá crecimiento en sus ingresos por venta después del año 2024 ($g=0$) y descontados a la tasa de 5,34% que es el WACC calculado previamente. Tal como se observa en la siguiente tabla.

Tabla n°28: Proyección Flujo de Caja Libre + Valor Terminal

Cálculo Valor Terminal	31-12-20	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-2025
Flujo de Caja Libre	101.566	94.667	87.597	80.349	1.347.186	1.346.968
Valor Terminal					25.239.895	
Flujo de caja Libre + Valor Terminal	101.566	94.667	87.597	80.349	26.587.081	

A continuación, se detallan los supuestos detrás de nuestros cálculos:

Tabla n°29: Resumen de supuestos utilizados

Flujo de caja Libre en UF	Supuestos
Utilidad Neta del periodo	crecimiento en base a proyecciones del PIB del Banco Central
Ajustes:	
+Depreciación y Amortización	promedio últimos 5 años
-Otros Ingresos	promedio últimos 5 años
+Otros gastos, por función	promedio últimos 5 años
+/-Otras (pérdidas) ganancias	promedio últimos 5 años
+/-Diferencias de cambio	promedio últimos 5 años
+/-Resultados por unidades de reajuste	promedio últimos 5 años
-Ingresos Financieros (después de Impto)	promedio últimos 5 años
+Costos Financieros (después de Impto)	promedio últimos 5 años

Flujo de caja Bruto	
-Inversión de Reposición	Inversión de reposición de un 50% excepto desde el año 2025 que será de un 100%
-Nuevas Inversiones	En base a porcentaje promedio histórico de relación con los ingresos y desde el año 2024 es "0"
-/+Inversión en Capital de Trabajo	proyección en base al RCTON promedio de los últimos 5 años y desde el año 2024 es "0"

3.9.1.5. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

El valor presente de los Flujos de Caja Libre (incluyendo su valor terminal) representa una aproximación al valor económico de los activos operacionales de SalfaCorp. En base al Flujo de Caja Libre realizado, proyectando los resultados de los próximos 5 años, obtenemos un VPNA de UF 20.822.844.- esto utilizando un WACC de un 5,34% que fue calculado anteriormente. Con un Valor Total de Activos al 31 de diciembre del 2019 de UF 22.512.499.- que incluyen UF 152.459 de Activos Prescindibles, una Deuda Financiera de UF 15.521.381.- y ajustando el exceso de capital de trabajo del año 2019 por UF 1.537.197, obtenemos un Valor de Patrimonio Económico de UF 6.991.118.- al distribuir este valor entre las 449.900.787.- acciones vigentes obtenemos un precio de acción de \$440 pesos por acción.

Este precio que obtenemos de nuestra valoración, se encuentra un 2,07% por sobre el precio de cierre en la Bolsa de Comercio de Santiago de la acción al 31.12.2019, que fue de 431. Lo que, considerando la alta volatilidad existente a fines del año 2019 debido a la incertidumbre generada por la crisis social, sumado a la volatilidad habitual de las acciones de la industria de la construcción. Nos parece una desviación aceptable.

Tabla n°30: Resumen Valoración Económica de la empresa al 31.12.2019

Valoración Económica al 31 de Diciembre 2019	en UF
Valor Presente de flujo de caja y valor terminal	20.822.844
Valor Activos Prescindibles	152.459
Variación de Capital de Trabajo	1.537.197
Valor Total de Activos 31 de Diciembre 2019	22.512.499
Deuda Financiera (31 de Diciembre 2019)	15.521.381
Patrimonio Económico 31 de Diciembre 2019	6.991.118
Precio de la acción objetivo (en pesos)	440

3.10. Conclusiones

El presente informe nos permitió desarrollar la valoración de la empresa SalfaCorp S.A., a través del método de flujos de caja descontados. Utilizando este método de valoración, obtuvimos un precio de la acción de \$440.- lo cual es un 2,07% superior al precio de cierre de la acción que fue de \$431. Si bien, el resultado nos lleva a un precio cercano al de mercado al cierre del 31.12.2019, se aprecia que existe una subvaloración por parte del mercado respecto a la valorización realizada. Esto se encuentra en línea con la alta volatilidad de la renta variable nacional en ese período, especialmente de las acciones relacionadas a la industria de la construcción por su alta correlación con el crecimiento del país. Por lo que, dependiendo del método utilizado, éste puede absorber más o menos de esta incertidumbre reinante en el país al cierre del año 2019. En este contexto, la valoración vía flujos de caja descontados tiende a ser un método un poco más confiable, al poder capturar de mejor forma las perspectivas del mercado a la fecha de la valoración. Mientras que otros tipos de valorizaciones como, por ejemplo, la valoración por múltiplos, como se realiza en base a promedios históricos puede alejarse más de la realidad actual de la empresa.

La valoración implicó la utilización de información financiera histórica, la cual se consideró y utilizó para la determinación de las proyecciones de flujos futuros, complementados por información del sector industrial donde se desempeña la empresa, así como información de mercado, que permitió establecer supuestos razonables sobre los distintos ítems proyectados, los cuales entregan un resultado coherente y consistente.

Los ingresos de la compañía muestran un alto nivel de volatilidad en el tiempo, lo que implicó un análisis importante respecto de la evolución de estos. Los periodos de estudio comprendidos en este informe, consideran años inestables y con decrecimientos para todas las empresas comparables. Principalmente

debido a la incertidumbre en inversión en infraestructura y menor incentivo en nuevas obras inmobiliarias debido a un creciente stock de departamentos y viviendas en el sector habitacional. Esto genera una mayor incertidumbre tanto en el ambiente como para los acreedores de la compañía, lo que repercute directamente en los costos financieros de SalfaCorp.

Es importante ser cautelosos y responsables al momento de utilizar este análisis como base de decisiones de inversión, ya que, dependiendo de la metodología y supuestos utilizados, se corre el riesgo de que existan distorsiones en el precio de la acción. Sobre todo, considerando que este precio incorpora expectativas de desempeño futuro de la empresa, la industria y el mercado.

4. Anexos

4.1. Estados de Resultados 2015 a 2019

	AI 31-12-2015	31-12-2016	AI 31-12-2017	AI 31-12-2018	AI 31-12-2019
	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos de actividades ordinarias	24.403.178 UF	26.448.218 UF	24.924.101 UF	26.060.673 UF	26.478.317 UF
Costo de ventas	(21.337.114) UF	(23.789.740) UF	(22.424.134) UF	(23.689.612) UF	(24.225.946) UF
Ganancia bruta	3.066.065 UF	2.658.478 UF	2.499.967 UF	2.371.061 UF	2.252.371 UF
Otros ingresos	23.410 UF	9.806 UF	10.899 UF	14.264 UF	4.362 UF
Costos de distribución	(89.586) UF	(63.217) UF	(60.464) UF	(77.637) UF	(91.783) UF
Gastos de administración	(1.528.072) UF	(1.308.375) UF	(1.295.401) UF	(1.299.662) UF	(1.317.495) UF
Otros gastos, por función	(7.171) UF	(2.156) UF	(3.507) UF	(3.981) UF	(177) UF
Otras (pérdidas) ganancias	16.043 UF	(24.611) UF	(19.008) UF	(22.500) UF	544 UF
Ingresos financieros	55.450 UF	59.724 UF	36.677 UF	55.126 UF	34.041 UF
Costos financieros	(399.341) UF	(468.435) UF	(316.186) UF	(377.313) UF	(392.795) UF
Resultados financieros netos	(343.891) UF	(408.710) UF	(279.508) UF	(322.187) UF	(358.753) UF

Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	183.166 UF	304.636 UF	374.943 UF	443.833 UF	512.006 UF
Diferencias de cambio	36.183 UF	(15.798) UF	(6.296) UF	28.132 UF	20.356 UF
Resultados por unidades de reajuste	(135.091) UF	(69.392) UF	(73.990) UF	(91.644) UF	(45.328) UF
Resultado antes de impuesto	1.221.055 UF	1.080.662 UF	1.147.634 UF	1.039.679 UF	976.103 UF
Resultado por impuesto a las ganancias	(248.230) UF	(121.556) UF	(224.455) UF	(120.467) UF	(154.390) UF
Resultado del período	972.825 UF	959.106 UF	923.179 UF	919.212 UF	821.713 UF
Valor UF al 31-Diciembre	25.629 UF	26.348 UF	26.798 UF	27.566	28.310

4.2. Balance 2015 a 2019

	Total Consolidado 2015 UF	Total Consolidado 2016 UF	Total Consolidado 2017 UF	Total Consolidado 2018 UF	Total Consolidado 2019 UF
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.752.396 UF	1.516.733 UF	1.920.599 UF	2.778.151 UF	2.465.114 UF
Otros activos financieros	148.366 UF	36.120 UF	21.294 UF	17.298 UF	22.826 UF
Otros activos no financieros	279.535 UF	169.754 UF	245.546 UF	372.220 UF	460.995 UF
Deudores comerciales y otras CXC	6.503.978 UF	5.827.595 UF	5.587.298 UF	6.077.032 UF	5.040.449 UF
CXC Entidades Relacionadas	1.234.766 UF	1.394.541 UF	1.573.196 UF	1.403.665 UF	1.266.626 UF
Inventarios Corrientes	5.148.940 UF	3.902.818 UF	3.927.334 UF	3.654.934 UF	2.677.517 UF
Activos por impuestos corrientes	1.053.997 UF	1.165.997 UF	1.418.145 UF	1.709.559 UF	1.435.049 UF
Total activos corrientes	16.121.978 UF	14.013.559 UF	14.693.412 UF	16.012.859 UF	13.368.575 UF
Activos, No Corrientes					
Otros activos financieros	82.853 UF	61.289 UF	43.714 UF	52.808 UF	50.548 UF
Otros activos no financieros	111.173 UF	109.082 UF	107.391 UF	104.596 UF	101.911 UF
Cuentas por cobrar no corrientes	95.740 UF	698.340 UF	1.007.638 UF	820.503 UF	880.501 UF
Inventarios no corrientes	8.867.452 UF	9.930.187 UF	9.738.002 UF	9.973.130 UF	10.031.604 UF

CXC Entidades Relacionadas	1.147.008 UF	840.190 UF	957.663 UF	1.546.259 UF	1.632.936 UF
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1.875.940 UF	2.046.959 UF	2.332.759 UF	2.836.515 UF	3.554.220 UF
Activos intangibles, distintos de la plusvalía, neto	2.613.771 UF	2.527.320 UF	2.453.850 UF	2.360.874 UF	2.292.058 UF
Plusvalía, neta	854.089 UF	814.466 UF	800.784 UF	778.484 UF	758.021 UF
Propiedades, plantas y equipos, neto	2.188.230 UF	1.849.316 UF	1.947.849 UF	1.932.113 UF	2.128.049 UF
Propiedades de inversión	511.457 UF	399.208 UF	130.875 UF	152.294 UF	198.895 UF
Activos por impuestos no corrientes	332.793 UF	326.279 UF	387.552 UF	503.398 UF	935.417 UF
Activos por impuestos diferidos	2.221.417 UF	2.341.776 UF	2.432.128 UF	2.677.198 UF	2.395.790 UF
Total activos no corrientes	20.901.922 UF	21.944.412 UF	22.340.206 UF	23.738.172 UF	24.959.950 UF
Total Activos	37.023.900 UF	35.957.972 UF	37.033.617 UF	39.751.031 UF	38.328.525 UF

Pasivos, Corrientes					
----------------------------	--	--	--	--	--

Otros pasivos financieros corrientes	7.729.048 UF	9.328.556 UF	8.300.039 UF	6.908.610 UF	6.399.656 UF
CXP comerciales y otras CXP	5.564.684 UF	4.565.709 UF	5.200.096 UF	5.997.855 UF	4.868.764 UF
CXP Entidades Relacionadas	859.769 UF	425.207 UF	155.514 UF	424.530 UF	811.939 UF
Otras provisiones	35.646 UF	57.228 UF	55.770 UF	44.566 UF	42.757 UF
Pasivos por impuestos corrientes	482.868 UF	461.738 UF	560.300 UF	484.849 UF	622.985 UF
Otros pasivos no financieros corrientes	1.265.110 UF	610.134 UF	920.229 UF	1.442.127 UF	1.505.886 UF
Total pasivos corrientes	15.937.126 UF	15.448.572 UF	15.191.948 UF	15.302.535 UF	14.251.987 UF
Pasivos, No Corrientes					
Otros pasivos financieros no corrientes	6.603.089 UF	5.892.545 UF	6.252.299 UF	9.235.684 UF	9.121.725 UF
Cuentas por pagar no corrientes	25.700 UF	25.560 UF	25.625 UF	1.514 UF	\$ -
CXP a Entidades Relacionadas	43.755 UF	20.098 UF	12.901 UF	18.444 UF	17.403 UF
Otras provisiones	336.924 UF	459.182 UF	468.088 UF	549.903 UF	620.772 UF
Pasivos por impuestos diferidos	918.998 UF	864.716 UF	880.946 UF	856.774 UF	820.943 UF
Otros pasivos no financieros no corrientes	\$ -	\$ -	590.782 UF	175.749 UF	64.363 UF
Total pasivos no corrientes	7.928.467 UF	7.262.101 UF	8.230.641 UF	10.838.066 UF	10.645.206 UF
Total pasivos	23.865.593 UF	22.710.673 UF	23.422.588 UF	26.140.601 UF	24.897.193 UF

Patrimonio neto					
Capital emitido	7.178.304 UF	6.982.448 UF	6.865.156 UF	6.673.976 UF	6.498.545 UF
Ganancias acumuladas	6.034.273 UF	6.519.099 UF	7.046.084 UF	7.187.779 UF	7.071.379 UF
Otras reservas	(362.898) UF	(295.506) UF	(343.965) UF	(289.055) UF	(175.842) UF
Patrimonio atribuible a propietarios de la controladora	12.849.680 UF	13.206.042 UF	13.567.274 UF	13.572.699 UF	13.394.082 UF
Participaciones no controladoras	308.628 UF	41.257 UF	43.755 UF	37.730 UF	37.250 UF
Total patrimonio neto	13.158.307 UF	13.247.298 UF	13.611.029 UF	13.610.429 UF	13.431.332 UF
Total patrimonio neto y pasivos	37.023.900 UF	35.957.972 UF	37.033.617 UF	39.751.031 UF	38.328.525

4.3. Análisis de Sensibilidad

Análisis de sensibilidad PRM					
Escenario	PRM	WACC	Precio acción Proyectado	Variación Porcentual	Variación en pesos
-5%	5,60%	5,19%	\$485	10,23%	\$45
Escenario base	5,89%	5,34%	\$440	-	-
5%	6,18%	5,49%	\$397	-9,77%	-\$43

Análisis de sensibilidad WACC				
Escenario	WACC	Precio acción Proyectado	Variación Porcentual	Variación en pesos
-5%	5,07%	\$521	18,41%	\$81
Escenario base	5,34%	\$440	-	-
5%	5,61%	\$365	-17,05%	-\$75

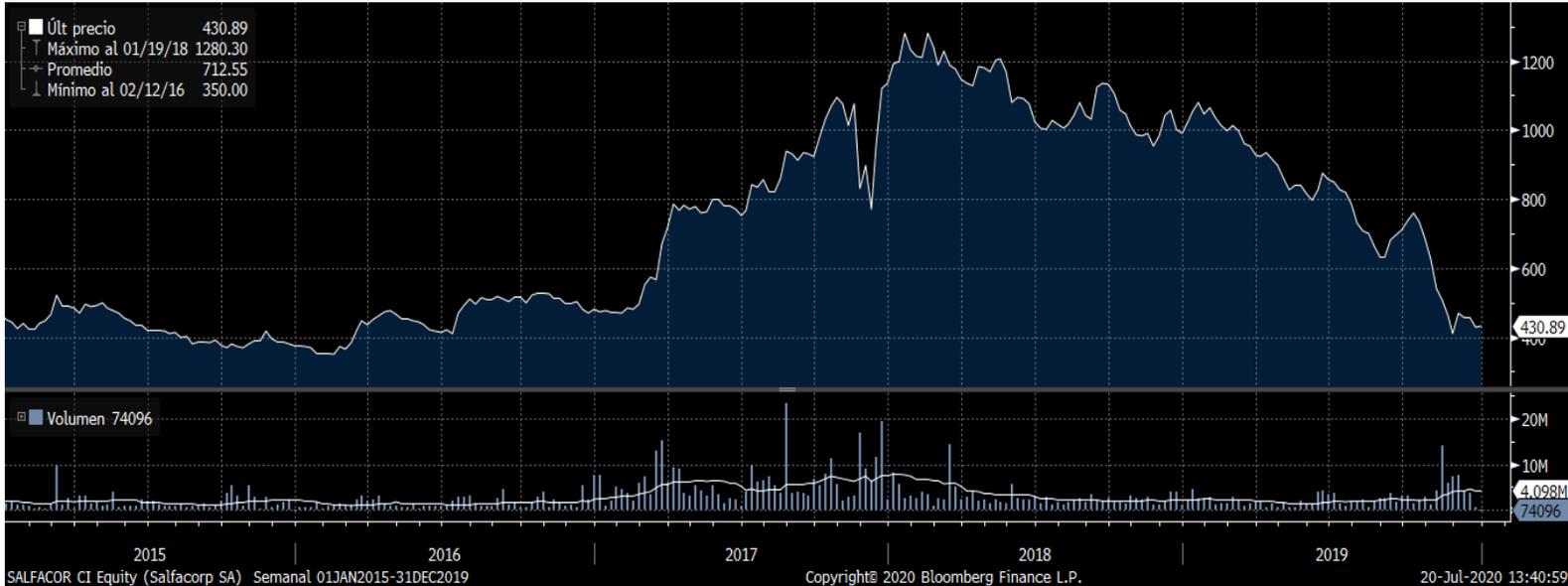
Análisis de sensibilidad Crecimiento de Ventas					
Escenario	Crecimiento año 2020	Crecimiento año 2021-2024	Precio acción Proyectado	Variación Porcentual	Variación en pesos
-50 pb	1,00%	2,00%	\$424	-3,64%	-\$16
Escenario base	1,50%	2,50%	\$440	-	-
+50 pb	2,00%	3,00%	\$456	3,64%	\$16

Conclusiones que se pueden extraer de este análisis:

- La variable que más impacta en la valorización es el WACC.
- Es muy probable que el Premio por Riesgo de Mercado (PRM) utilizado en esta valorización se encuentre “subestimado”, ya que puede que no haya alcanzado a absorber por completo el mayor riesgo país de Chile debido a la Crisis Social que atraviesa.
- Hay que tener cuidado con tomar decisiones de inversión en base a esta valorización, debido a que, ante un cambio de supuestos, puede verse distorsionado el precio de la acción y las respectivas conclusiones (caso sensibilidad crecimiento).

- Al no considerar crecimiento a perpetuidad, la variable crecimiento proyectado pierde incidencia en el precio de la acción.

4.4. Precio últimos 5 años de la acción de Salfacorp



*Fuente: Bloomberg

Se puede observar las fuertes variaciones que ha tenido el precio de la acción en estos últimos 5 años, perdiendo alrededor de un 65% de su valor en sólo 2 años (desde enero 2018 a diciembre 2019). Al mismo tiempo se puede observar como tuvo un aumento en un porcentaje similar en 1 sólo año desde comienzos de 2017 a comienzos de 2018.

4.5. Volatilidad de la acción de Salfacorp durante el año 2019



*Fuente: Bloomberg

Se puede observar a través de este gráfico de transacciones diarias durante el año 2019, como se incrementa la volatilidad de la acción tras el comienzo de la Crisis Social en octubre de 2019. Esto se aprecia en la “Banda de Bollinger” demarcada con líneas de color rosado y verde que es una herramienta en análisis técnico para observar la volatilidad del precio de un instrumento.

5. Bibliografía

1. Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.
2. Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
3. Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.
4. Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
5. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
6. "Valoración de Empresas Aplicada". Carlos Maquieira - Christian Espinosa
7. Memoria Anual años 2015 a 2019 de empresa Salfacorp S.A.
8. Informe de Política Monetaria diciembre 2019
9. FitchRatings: www.fitchratings.com
10. Sitio web de la comisión del mercado financiero para Chile: www.cmfchile.cl
11. Sitio web de fuente de precios RiskAmerica: www.riskamerica.com
12. Sitio web del Banco Central de Chile: www.bcentral.cl
13. Sitio web de la cámara Chilena de la Construcción: www.cchc.cl
14. Sitio web Bolsa de Comercio de Santiago: www.bolsadecomercio.cl
15. Sitio web empresa Salfacorp S.A.: www.salfacorp.com
16. Sitio web empresa Paz Corp S.A.: www.paz.cl
17. Sitio web empresa Besalco S.A: www.besalco.cl
18. Sitio web empresa Socovesa S.A.: www.socovesa.cl