



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA  
SALFACORP S.A.  
Mediante Método de Flujo de Caja  
Descontados**

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

**Alumno: Ricardo Arquímedes Calderón Quiquia  
Profesor Guía: Francisco Marcet**

**Santiago, Diciembre 2022**

## **I. DEDICATORIA**

A mi madre por su dedicación, enseñanza y por ser quien me inspiró para alcanzar mis objetivos.

## II. AGRADECIMIENTOS

A la Universidad de Chile, Facultad de Economía y Negocios por este espacio de especialización, a los profesores por alto nivel de exigencia, al personal administrativo quienes nos apoyaron para el desarrollo de clases durante la pandemia y a todos los compañeros con quienes pude compartir experiencias.

### III. TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO.....	8
METODOLOGÍA.....	9
1.1. Principales métodos de valoración.....	9
1.1.1. Método de flujos de caja descontados.....	9
1.1.2. Método de múltiplos.....	12
1.1.2.1. Múltiplos de ganancias.....	12
1.1.2.2. Múltiplos de valor libro.....	13
1.1.2.3. Múltiplos de ventas.....	13
1.2. Método utilizado.....	14
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	14
2.1. Descripción de la empresa.....	14
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia.....	17
2.1.2. Principales accionistas.....	18
2.1.3. Filiales.....	19
2.2. Descripción de la industria.....	20
2.2.1. Estado actual.....	22
2.2.2. Regulación y fiscalización.....	23
2.2.3. Empresas comparables.....	23
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	25
3.1. Deuda financiera.....	25
3.2. Patrimonio económico.....	27
3.3. Valor económico.....	29
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo.....	29
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	31
4.1. Costo de la deuda.....	32
4.2. Beta de la deuda.....	33
4.3. Estimación del beta patrimonial.....	33
4.4. Beta patrimonial sin deuda.....	34
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	34
4.6. Costo patrimonial.....	35

4.7.	Costo de capital .....	35
5.	ANÁLISIS DEL NEGOCIO .....	36
5.1.	Análisis de crecimiento de la empresa .....	36
5.2.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	38
5.3.	Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	39
5.4.	Análisis de márgenes de la empresa.....	40
5.5.	Análisis de los activos de la empresa.....	42
5.5.1.	Activos operacionales y no operacionales .....	42
5.5.2.	Capital de trabajo operativo neto .....	44
5.5.3.	Inversiones.....	45
5.6.	Análisis de crecimiento de la industria.....	46
6.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	47
6.1.	Ingresos operacionales proyectados .....	47
6.1.1.	Ingresos operacionales proyectados ICESA (Ingeniería y Construcción).....	48
6.1.2.	Ingresos operacionales proyectados IACO (Inmobiliaria Aconcagua).....	51
6.1.3.	Ingresos operacionales proyectados RDI (Rentas y Desarrollo Inmobiliario).....	52
6.2.	Costos y gastos operacionales proyectados.....	53
6.3.	Resultado no operacional proyectado .....	56
6.4.	Impuesto corporativo proyectado .....	57
6.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF .....	57
6.6.	Estado de resultados proyectado porcentual (como % de los ingresos).....	59
7.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE .....	60
7.1.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto .....	60
7.2.	Inversión en reposición .....	60
7.3.	Nuevas inversiones de capital.....	62
7.4.	Valor terminal.....	63
7.5.	Flujos de caja libre proyectados .....	63
8.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO.....	64
8.1.	Valor presente de los flujos de caja libre .....	64
8.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	65
8.3.	Activos prescindibles y otros activos .....	65

8.4.	Valorización económica de la empresa .....	66
8.5.	Análisis de sensibilidad .....	68
9.	RIESGOS DE SALFACORP .....	70
9.1.	Riesgos de ciclos económicos .....	70
9.2.	Riesgos políticos .....	70
9.3.	Riesgos operacionales .....	70
9.4.	Riesgos de precios en insumos de construcción .....	71
	CONCLUSIONES .....	72
	BIBLIOGRAFÍA.....	74
	ANEXOS.....	76
	Anexo 1: Ingresos por unidad de negocio de las principales empresas de ingeniería y construcción e inmobiliarias chilenas .....	76
	Anexo 2: Resultados del beta del periodo 2017-2019 (antes del estallido y de la pandemia).....	76
	Anexo 3: YTM del bono de más largo plazo (serie G) .....	77
	Anexo 4: Backlog y Promesas de Salfacorp S.A. por unidad de negocio .....	77
	Anexo 5: Estructura de Costos y gastos operaciones históricos por unidad de negocio (% de los ingresos) .....	78
	Anexo 6: Ingresos de la Unidad de negocio ICESA-área de negocio Construcción.....	79
	Anexo 7: Ingresos de la Unidad de negocio ICESA-área de negocio Perú.....	79
	Anexo 8: Variables económicas de Perú.....	79
	Anexo 9: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Casas & Dptos 4 pisos .....	80
	Anexo 10: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Edificios.....	80
	Anexo 11: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Vivienda con subsidio (DS19/01) .....	80
	Anexo 12: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Proyectos DS49 .....	81
	Anexo 13: Ingresos de la Unidad de negocio RDI .....	81
	Anexo 14: Promedio del ratio histórico de Capex/D&A .....	81
	Anexo 15: Total impuesto histórico .....	81
	Anexo 16: Índice de precios de materiales e insumos de construcción .....	82

Anexo 17: Tasa de interés de crédito de vivienda .....	82
Anexo 18: Empresas del rubro Ingeniería/Construcción según Damodaran .....	83
Anexo 19: Empresas del sector Inmobiliario y Constructoras.....	83

## **RESUMEN EJECUTIVO**

En el presente trabajo se analizará la valorización de la empresa Salfacorp, uno de los grupos empresariales más importantes en Chile con más de 90 años de trayectoria, en lo que respecta al sector Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria. Salfacorp tiene presencia internacional en Perú, Panamá, El Caribe y Colombia. Actualmente cuenta con tres unidades de negocio: Ingeniería y Construcción (ICSA), Inmobiliaria Aconcagua (IACO) y Rentas y Desarrollo Inmobiliario (RDI).

La fecha de valoración es al 30 de setiembre del 2021, periodo que incluye el estallido social y la pandemia. En esos periodos la unidad de negocio ICSA mantuvo el 77% de la composición de los ingresos totales de la compañía a pesar de que los proyectos de Salfacorp se retrasaron; y al mismo tiempo aplicaron una estrategia de integración entre sus unidades de Inmobiliaria y Edificación, concentrándose en Inmobiliaria Aconcagua, con el objetivo de obtener sinergias operativas.

El método de valoración que se usó fue el de flujo de caja descontado donde se obtuvo un precio de la acción estimado de 349.6 CLP (12% superior al precio de mercado de la acción a la fecha de valoración que fue de 313.3 CLP).



## **METODOLOGÍA**

### **1.1. Principales métodos de valoración**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

#### **1.1.1. Método de flujos de caja descontados**

El método de flujos 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 (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta,

debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de 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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

### 1.1.2. 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

#### 1.1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta,

“*EBIT*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

#### 1.1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

#### 1.1.2.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

## **1.2. Método utilizado**

El método que se utilizó en el presente trabajo ha sido el de valoración por Flujo de Caja Descontado, donde se determinará el precio estimado de la acción de la empresa Salfacorp, considerando el análisis financiero de Salfacorp (información histórica), así como se proyectarán los flujos futuros en base a ciertas premisas.

## **2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA**

### **2.1. Descripción de la empresa**

Salfacorp S.A. es uno de los principales grupos empresariales que participa en el sector construcción en Chile y que se dedica al Desarrollo de Proyectos de Ingeniería y Montaje, así como en los rubros de obras civiles, movimiento de tierras e infraestructura operando principalmente en el sector de minería y energía eléctrica a través del montaje de equipos.

Su modelo de negocio en Ingeniería y Construcción consiste en la ejecución de los proyectos en cartera adjudicados (Backlog) a través de la provisión de montaje de equipos de acuerdo con la ingeniería recibida, previamente de haber participado de un proceso competitivo en la elaboración de su propuesta. Tiene presencia en los principales proyectos del sector minería y construcción a lo largo del territorio chileno.

Por otra parte, desarrolla sus actividades en el campo inmobiliario en la ejecución y desarrollo de proyectos para su posterior comercialización a través de promesas de compraventa. Actualmente se encuentra concentrado en el desarrollo de edificaciones y casas, cuyo mercado principal se encuentra en la región metropolitana. Asimismo, en los últimos años ha tenido importantes contratos para la ejecución de proyectos de vivienda social (Proyectos DS49) lo cual refuerza su participación como empresa importante en un sector marcado por la alta competencia.

Finalmente, también tiene presencia en el rubro de renta inmobiliaria administrando más de 800 hectáreas al cierre 2020, lo cual dedica una parte a la compraventa y saneamiento para terceros o en el desarrollo de proyectos en consorcio.

Salfacorp S.A. cuenta con presencia internacional en Perú, Panamá, El Caribe y Colombia en el rubro de Ingeniería y Construcción. En Perú desarrolla proyectos de montaje industrial, obras civiles, infraestructura y edificación; mientras que en Panamá y El Caribe desarrolla proyectos relacionado a obras marítimas.

Esta empresa es una sociedad anónima abierta constituida por escritura pública, otorgada con fecha el 05 de enero de 1999 y cuyo mercado donde se transan sus acciones es la Bolsa de Comercio de Santiago - Chile.

**Tabla 1. Antecedentes de SALFACORP SA.**

<b>Tipo de información</b>	<b>Descripción</b>
Ticker o Nemotécnico	SALFACORP
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones Comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago – Chile
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	SalfaCorp S.A es el mayor grupo empresarial del sector construcción e Inmobiliaria. Con 91 años de historia, la compañía debe su posición no sólo a su vasta experiencia sino además a su modelo de negocio de unidades independientes y diversificadas en 3: Ingeniería y Construcción (ICSA), Inmobiliaria Aconcagua (IACO) y Rentas y Desarrollo Inmobiliario (RDI). Así la compañía ataca diversos segmentos del negocio que no sólo le han dado la posibilidad de consolidación local, sino internacional, donde tiene operaciones en Perú (HV Contratistas), y en el desarrollo de negocios conjuntos en Panamá y el Caribe.
Rubros y países donde opera	De acuerdo con lo anterior SalfaCorp participa de distintos negocios y lo hace por medio de distintas filiales o empresas. A continuación, el aporte de cada área de negocio con respecto a sus ingresos (Dic-2020)  Ingeniería y Construcción – 77% Inmobiliaria Aconcagua – 16% Rentas v Desarrollo – 7%

*Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)*

A la fecha de valoración (30 de setiembre del 2021), Salfacorp tiene 3 líneas de negocios definidos, donde a través de un conjunto de empresas operativas realizan la ejecución de sus proyectos.

Si bien la compañía ejecuta los proyectos de su backlog; para los contratos que son de alta complejidad, Salfacorp lo ejecuta en consorcio con otras empresas de mayor envergadura, diversificando el riesgo operativo, compartiendo conocimiento y obteniendo la experiencia para presentarse en futuros proyectos de ejecución propia. En el 2017 a través de un Joint Venture con la transnacional estadounidense Fluor Corporation, participa en el diseño y montaje para el proyecto de construcción de una nueva planta concentradora de cobre (Spence Growth Option) del cliente final BHP Billiton. Debido a la magnitud del proyecto, esta alianza permite el cumplimiento de los plazos de ejecución y con ello la puesta en marcha. Al cierre del 2020 el proyecto se encuentra en fase de comisionamiento, cuyo saldo en backlog por ejecutar para el 2021 es de 19,082 MCLP (Análisis Razonado al 31.12.2020 de Salfacorp), de los cuales un porcentaje de utilidad del proyecto se refleja como ganancia adicional en la cuenta de participación conjunta asociadas.

Salfacorp tiene 3 unidades de negocio, centrándose principalmente en Ingeniería y Construcción (ICSA). Asimismo, desde inicios del 2021, como parte de su estrategia de sinergia ha consolidado los negocios de Edificación e Inmobiliaria, en lo que actualmente se conoce como Inmobiliaria Aconcagua (IACO), y finalmente, se tiene la unidad de negocio de Rentas y Desarrollo Inmobiliario (RDI).

**Tabla 2. Ingresos y EBITDA de SALFACORP S.A.**

<b>Países y rubros donde opera Para el año 2020</b>	<b>Ingresos (en MUF)</b>	<b>%</b>	<b>EBITDA (en MUF)</b>	<b>%</b>
País Chile				
Ingeniería y Construcción (ICSA)	10,265	77%	889	69%
Inmobiliaria Aconcagua (IACO)*	2,109	16%	241	19%
Rentas y Desarrollo Inmobiliario (RDI)	928	7%	166	13%
<b>Total</b>	<b>13,301</b>		<b>1,297</b>	

*\*Incluye el negocio de Edificación e Inmobiliaria*

*Fuente: CMF-Análisis Razonado al 31 de Diciembre 2020*



En la unidad de negocios **Ingeniería y Construcción** cuyos ingresos representa el 77% de su facturación total; opera en los segmentos de **Montaje Industrial**, y marítimo, ofreciendo servicios para el montaje y puesta en marcha del proyecto. Asimismo, opera en el segmento **Servicios a la Minería** donde ejecuta servicios especializados en Minería subterránea y túneles, Perforación y Tronaduras; y movimiento de tierras. Finalmente, en el segmento **Construcción** opera en la ejecución de obras civiles para fines comerciales a clientes del rubro hotelero y retail; así como en la zona Austral, zona extrema del país que tiene diferentes condiciones tributarias y de mercado.

En la unidad de negocio **Inmobiliaria Aconcagua** cuyos ingresos representan el 16%, opera en los segmentos según el tipo de vivienda. En el segmento **Casas y departamentos**, donde comercializa vivienda de 4 pisos y departamentos, desde la fase de la compra de terrenos, desarrollo y comercialización a través del promesamiento y entrega final vía escrituras. En el segmento **Edificación** realiza directamente la construcción en bloque de edificios y vivienda de cuatro pisos prestando sus servicios a las diferentes unidades de negocio de Salfacorp, actualmente se encuentra en el proceso de integración logrando obtener mayor eficiencia en la ejecución de los proyectos. Por otra parte, se encuentra el segmento de **Viviendas con Subsidio** y proyectos de **Vivienda social DS49** donde en el 2019 obtuvieron un importante contrato para la ejecución con el Ministerio de Vivienda.

Finalmente, se tiene la unidad de negocio **Rentas y Desarrollo inmobiliario**, donde opera a través de la administración de 800 a 1000 hectáreas en promedio, así como de la compraventa de terrenos, desde la habilitación urbana para el desarrollo de proyectos propios o con terceros ejecutores como malls y hoteles y oficinas.

### **2.1.1. Antecedentes del negocio e historia**

Salfacorp SA tiene 91 años de historia siendo el principal grupo empresarial del sector de la construcción en Chile donde lidera los rubros de Ingeniería, Construcción e Inmobiliaria participando en las principales obras del país y ofreciendo servicios para los sectores conexos de la economía como Minería y Energía.

Actualmente traslada todo su know-how en la ejecución de proyectos internacionales, como Perú, país con el que ejecuta proyectos dentro del boom inmobiliario para sus clientes de los centros comerciales y los principales clientes del sector minería, así como de infraestructura, construcción y montaje.

A través de una estrategia de diversificación y complementariedad de las áreas de Ingeniería y Construcción, Salfacorp ha logrado posicionar su modelo de negocio que le permite ofrecer servicios en diversas industrias y condiciones geográficas que requieren mayor capacidad técnica para la ejecución, con el objetivo de responder a las necesidades de carácter específico de sus clientes a través de un proceso competitivo de adjudicación de las propuestas comerciales.

### 2.1.2. Principales accionistas

La nómina de los 12 mayores accionistas de Salfacorp S.A., el número de acciones que cada uno de ellos posee, y el porcentaje de participación en la propiedad accionaria, se detallan en la siguiente tabla:

**Tabla 3. Principales accionistas de SALFACORP S.A.**

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	60,406,046	13,43%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION (CTA.NUEVA)	49,792,926	11,07%
INVERSIONES ASCOTAN LTDA	36,106,498	8,03%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	28,666,432	6,37%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	23,868,028	5,31%
INVERSIONES ATLANTICO LIMITADA	20,125,257	4,47%
INVERSIONES SANTA ISABEL LTDA	17,887,551	3,98%
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	15,593,135	3,47%
INVERSIONES YUSTE SA	14,900,000	3,31%
BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S A	14,695,580	3,27%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	13,806,022	3,07%
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	13,279,915	2,95%

Fuente: CMF -Comisión para el Mercado Financiero - 12 Mayores Accionistas, 2021

### **Número de acciones suscritas y pagadas**

Al 31 de diciembre de 2020 el capital social autorizado, suscrito y pagado asciende a M\$183.973.411 correspondiente a 449.900.787 acciones.

### **2.1.3. Filiales**

#### **ZONAS DE OPERACIONES. CHILE**

La empresa opera en el negocio de Ingeniería y Construcción a través de su filial Salfa Ingeniería y Construcción realizando servicios de montaje industrial, movimiento de tierras para minería y edificaciones tanto públicas como privadas.

Respecto al negocio inmobiliario, a través de su filial Aconcagua SA desarrolla múltiples proyectos de viviendas y los comercializa, principalmente dirigidos a los estratos C2 y C3 (clase media típica y clase media baja respectivamente).

Sus principales clientes con contratos adjudicados según su backlog al 31 diciembre 2020 son: Parque Arauco SA (8%), Cia.Minera Teck Quebrada Blanca S.A. (5.69%), Cia Contractual Minera ojos del Salado (10.13%) y CODELCO (17.59%).

#### **ZONAS DE OPERACIONES. ÁREA INTERNACIONAL:**

La Compañía opera en el extranjero participando en las principales obras de ingeniería y construcción en los sectores minero e inmobiliario, centros comerciales como en Perú, y en negocios conjunto Colombia (negocio conjunto con CONSALFA SAC) y Panamá (negocio conjunto con Intercoastal Marine Inc).

Al cierre del 2020 los ingresos realizados en el área internacional fueron por 917 MUF, y con una cartera por ejecutar de 2,670 MUF para el 2021 en adelante.

**Tabla 4. Ingresos y Backlog de SALFACORP S.A. (Área Internacional)**

<b>Países y rubros donde opera Para el año 2020</b>	<b>Ingresos (en MUF)</b>	<b>%</b>	<b>Backlog (en MUF)</b>	<b>%</b>
Área Internacional				
Perú (filial HV contratistas)	815	89%	1,880	70%
Panamá&Caribe/Colombia	102	11%	790	30%
<b>Total</b>	<b>917</b>		<b>2,670</b>	

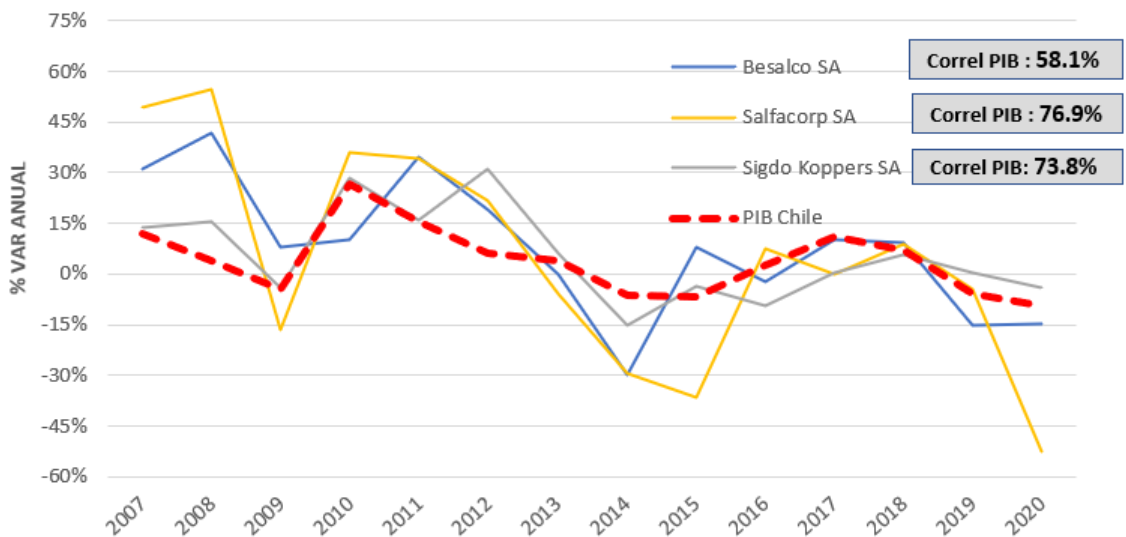
Fuente: CMF-Análisis Razonado al 31 de Diciembre 2020

Se espera que Salfacorp siga consolidando su participación en proyectos principalmente en Perú, donde tiene como backlog a proyectos como la construcción del Aeropuerto Internacional de Chincheros en la región Cusco.

## 2.2. Descripción de la industria

Salfacorp S.A. se desenvuelve en sectores como la construcción e inmobiliaria, sectores representativos de la economía del país, que se ve afectado positiva o negativamente ante cambios que puedan presentarse en ese contexto en variables como PIB.

**Gráfico 1. Comportamiento de los ingresos de las empresas del sector Ingeniería y Construcción con respecto al Producto Bruto Interno de Chile (PIB) (Variación % anual. Periodo 2017-2020)**



Fuente: Elaboración propia

Del gráfico 1, a lo largo de los años se observa que hay una correlación alta positiva entre los ingresos de las empresas de Ingeniería y Construcción y el crecimiento del PIB de Chile. Ello permite indicar que estas empresas generan sus ingresos mediante los conocimientos de ingeniería en diversos proyectos de todos los sectores de la economía, principalmente en el sector construcción (ligado a una economía cíclica), así como el

sector minería que está relacionado a los precios internacionales como el cobre y acorde a las expectativas de crecimiento futuros.

Según la Cámara Chilena de la Construcción, en diciembre del 2019, mencionaron que “el PBI de la Construcción representa algo más que 7% del PIB agregado de la economía. Su inversión explica la mayor parte de la inversión agregada del país” (Cámara Chilena de la Construcción, 2019). Es en este sector que Salfacorp S.A. se ha podido mantener como grupo empresarial y ser referente a lo largo de los más de 90 años que lleva constituido. Si bien la pandemia afectó al sector debido al retraso en la ejecución de los proyectos, éstos se han ido reactivando durante el 2021 aunados a las nuevas adjudicaciones de proyectos durante el 2020, generando ingresos en el periodo 2021. Esta experiencia en el sector construcción le permite a Salfacorp diversificar el riesgo de ejecución de sus proyectos, aplicando el conocimiento de ingeniería de un sector a otro para continuar con los procesos de adjudicación en la generación de backlog y en los casos complejos asociarse en consorcio con otras compañías.

Por otra parte, Salfacorp participa en el sector inmobiliario, y como se menciona en el Reporte de la Clasificadora de Riesgo Feller Rate (Feller.Rate, 2022) “el sector inmobiliario se caracteriza por tener un desfase entre la decisión de inversión y la materialización de la venta del proyecto. Para mitigar este efecto, se realizan promesas en las distintas etapas de avance, con el objetivo de llegar al momento de escriturar con una gran parte del activo vendido. Ante esto, es relevante analizar las políticas de generación de promesas de cada empresa, como también su permanencia en el tiempo, considerando que las condiciones crediticias se mantengan propicias para poder escriturar al momento de finalizar el proyecto”. En ese sentido es relevante en este estudio considerar las promesas y la escrituración. En el sector inmobiliario a diferencia del sector Ingeniería y Construcción, las decisiones de participar en un proyecto depende del desarrollador en base a los cálculos propios de costos, rentabilidad, plan de comercialización y expectativas de crecimiento del sector. El nivel de promesas dependerá del plan de comercialización y el nivel de escrituras estará afectado por la coyuntura como el nivel de ingresos o variables como las tasas hipotecarias. Finalmente

cabe mencionar que la rentabilidad en el campo inmobiliario es mayor, dado que en Ingeniería y Construcción pasa necesariamente por un proceso de competencia con los clientes para ajustar los márgenes, sin embargo, en el sector inmobiliario la principal dificultad está en la liquidez inicial como por ejemplo la compra inicial de terreno.

### **2.2.1. Estado actual**

Según el comunicado de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) realizado a través del presidente de dicha institución, Antonio Errázuriz, comentó que el escenario era complejo, más aún porque la pandemia persiste junto con desbalances económicos; e hizo hincapié en que los privados deben continuar invirtiendo y apostar por crear más empleo, comprometidos por la sostenibilidad (Revista Constructivo, 2022)

La inversión en construcción creció 12.3% para el 2021, resultado favorable en contraste al 2020 que cayó -8.8% (Cámara Chilena de la Construcción), lo ocurrido en el 2021 fue debido al alto nivel de cumplimiento del plan de reactivación, que estimuló el desarrollo de obras de infraestructura pública.

Adicionalmente, otro aspecto negativo para el sector de la construcción en el 2021 fue el constante aumento del precio de los materiales de la construcción así como a una menor disponibilidad de materias primas que afectan a la producción, a la logística y a los costos de transporte, lo que finalmente repercutió en la actividad del sector a través de los aumentos de los costos que afectan las decisiones de inversión o podrían generar caída en los márgenes de construcción, y en el caso de escasez de materiales en el mercado pueden impactar en el avance de los proyectos, lo cual incrementa los plazos de ejecución y el reconocimiento de los ingresos.

Por otro lado, con respecto al sector inmobiliario, según explicó Javier Hurtado, gerente de Estudios de la CChC, “hubo un positivo ciclo de ventas inmobiliarias, que comenzó a revertirse a fines del 2021 por el aumento de la inflación y la TPM (tasa de Política Monetaria). Esto llevó a que se elevaran las tasas de interés de los créditos hipotecarios, respecto de los cuales también disminuyeron los plazos de otorgamiento y se

endurecieron las condiciones para su aprobación”, todo ello trae consigo un escenario de mayor probabilidad que las escrituraciones se retrasen por los desestimientos.

### **2.2.2. Regulación y fiscalización**

“La eventual eliminación del IVA a la construcción se traduciría en un incremento progresivo de los precios de las viviendas de hasta UF2.000. El incremento gradual de las tasas de interés incidiría en un mayor costo de financiamiento para quienes decidan comprar viviendas a través de créditos hipotecarios, impactando heterogéneamente en los distintos segmentos de la demanda inmobiliaria. Asimismo, las expectativas económicas jugarían un rol fundamental al momento de tomar la decisión de compra o inversión en un bien raíz” (BCI Corredor de Bolsa, 2022)

### **2.2.3. Empresas comparables**

De acuerdo con lo revisado en la página web de BCI Corredor de Bolsa, el portal web de Damodaran (empresa que forman parte del sector Ingeniería/Construcción), así como los boletines de clasificadoras de riesgo como Feller.Rate y ICR Chile; entre las principales empresas de ingeniería y construcción e inmobiliarias que participan en el mercado de valores chileno al igual que Salfacorp S.A., se tienen las siguientes: Socovesa S.A., Besalco S.A., Paz Corp S.A., Echevarría Izquierdo S.A., Ingevec S.A. y Empresa Constructora Moller & Pérez-Cotapos S.A.

De todas las empresas antes mencionadas, se revisaron los ingresos que todas ellas habían obtenido a la fecha de valoración (30 de setiembre del 2021) en las unidades de negocio similares a Salfacorp (como se puede apreciar en el anexo 1 Ingresos por unidad de negocio de las principales empresas de ingeniería y construcción e inmobiliarias chilenas), quedando sólo tres 3 ellas: Besalco S.A., Echevarria Izquierdo S.A. e Ingevec S.A. por ser las empresas que tienen un porcentaje de participación de sus ingresos similar a las tres unidades de negocio de Salfacorp.

A continuación, en la Tabla 5, daremos algunos datos sobre dichas empresas comparables:

**Tabla 5. Antecedentes, Ingresos y EBITDA de las empresas comparables**

En MUF	BESALCO S.A.	ECHEVARRÍA IZQUIERDO S.A.	INGEVEC S.A.
Ticker o Nemo-técnico	BESALCO	EISA	INGEVEC
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago	Bolsa de Comercio de Santiago	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	Es una de las principales constructoras del país, con más de 75 años de experiencia en la industria local chilena y presencia en Perú. Abarca diversos mercados, desarrollando negocios de corto y largo plazo. Opera en los rubros de obras civiles, montaje industrial y líneas de transmisión eléctrica, a través de sus filiales Besalco Construcciones S.A., Besalco MD Montajes S.A y Kipreos Ingenieros S.A. respectivamente. Las otras filiales del grupo desarrollan proyectos inmobiliarios en Chile y Perú, concesiones de obras públicas y privadas, y un innovador negocio de servicios de maquinarias para la gran minería y para diversos clientes, incluidos clientes forestales.	Es una empresa con sede en Chile que se dedica al rubro de Ingeniería y Construcción (construcción de edificios y obras civiles, incluyendo oficinas, edificios residenciales, centros comerciales, hospitales, cimentaciones profundas e infraestructuras de transporte, así como al montaje de instalaciones industriales para diversos sectores, como el energético, celulósico, minero, petroquímico y siderúrgico y cementero, entre otros). Su cartera incluye edificios de oficinas y residenciales, departamentos universitarios, espacios urbanos públicos, centrales eléctricas, terminales de gas natural, calderas de energía, plantas de secado y molienda, plantas de hidrógeno y fenol, planta de clarificación para altos hornos, planta de tratamiento de fenol y planta de cemento, entre otros.	Es una empresa con sede en Chile que se dedica principalmente al sector de la construcción. La empresa desarrolla el negocio de la ingeniería y la construcción principalmente a través de su filial, Constructora Ingevec SA, de la que posee el 99,99%. Su cartera de productos incluye edificios residenciales, comerciales e industriales, así como ingeniería civil. A través de sus filiales, Inmobiliaria Ingevec SA e Inversiones y Rentas Ingevec SpA, la empresa también opera en el sector inmobiliario.
Ingresos para el 2020	13,438	10,585	4,231
EBITDA para el 2020	2,249	756	353

Fuente: Bolsa de Santiago, Eikon y CMF



### 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

#### 3.1. Deuda financiera

Con los datos extraídos del portal web de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), se obtuvo la deuda financiera corriente y no corriente extraído de los Estados Financieros de la compañía entre el 2017 al 2020 y al 30 de setiembre del 2021, pero antes de ello, mostraremos en la Tabla 6, cómo se clasifican los pasivos de la compañía:

**Tabla 6. Clasificación de los pasivos de Salfacorp S.A.**

En MUF	Corriente	No Corriente	Set-21	%
<i>Otros pasivos financieros</i>	<b>6,436</b>	<b>8,936</b>	<b>15,372</b>	<b>59%</b>
<i>Pasivos por arrendamientos</i>	228	75	302	1%
<i>Cuentas por pagar comerciales</i>	5,642	-	5,642	22%
<i>Cuentas por pagar a entidades relacionadas</i>	245	48	293	1%
<i>Otras provisiones</i>	31	588	619	2%
<i>Pasivos por impuestos diferidos</i>	-	793	793	3%
<i>Pasivos por impuestos</i>	329	146	475	2%
<i>Otros pasivos no financieros</i>	2,343	288	2,631	10%
<b>Total</b>	<b>15,252</b>	<b>10,874</b>	<b>26,126</b>	<b>100%</b>

Fuente: CMF

De la Tabla 6, podemos mencionar que los pasivos financieros de Salfacorp S.A. al 30 de setiembre del 2021, ascienden a un total de 15,372 MUF que representan un 59% del total de pasivos. Por tanto, su estructura de financiamiento estaría basado principalmente en deuda financiera, la misma que está compuesta principalmente de préstamos bancarios de corto plazo por 4,639 MUF (30%, como se observa en la Tabla 7) y préstamos bancarios de largo plazo por 1,416 MUF (9%). Una cuenta importante también son los bonos y pagarés de largo plazo por 5,708 MUF, el cual representa 37% del total de pasivos financieros.

En la Tabla 7, se muestra que la deuda financiera pasó de 12,961 MUF en el 2017 al 14,183 MUF en el 2020, reflejando un crecimiento anual promedio de 3.14 %. Ello refleja un bajo nivel de crecimiento de la deuda anual, lo cual muestra que la empresa busca mantener una estructura de financiamiento para seguir generando los flujos de caja

operacionales que requiere (no busca crecer por crecer sino mantiene niveles de deuda que no afecte su plan de crecimiento de los ingresos acorde a su política de endeudamiento).

**Tabla 7. Deuda Financiera Salfacorp S.A.**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Set-21	%
<b>Total corriente</b>	<b>7,392</b>	<b>6,329</b>	<b>5,950</b>	<b>5,765</b>	<b>6,436</b>	<b>42%</b>
Préstamos bancarios de corto plazo	5,843	4,454	4,129	4,524	4,639	30%
Leasing financiero	166	173	212	187	290	2%
Otros pasivos financieros de corto plazo	1,383	1,703	1,609	1,055	1,507	10%
<b>Total no corriente</b>	<b>5,569</b>	<b>8,461</b>	<b>8,210</b>	<b>8,418</b>	<b>8,936</b>	<b>58%</b>
Préstamos bancarios de largo plazo	681	1,279	902	1,097	1,416	9%
Leasing financiero	326	357	412	338	589	4%
Bonos y pagarés	1,970	4,603	5,565	5,627	5,708	37%
Otros pasivos financieros de largo plazo	2,591	2,222	1,331	1,356	1,224	8%
<b>Total</b>	<b>12,961</b>	<b>14,791</b>	<b>14,160</b>	<b>14,183</b>	<b>15,372</b>	<b>100%</b>

Fuente: CMF

En la Tabla 7, observamos que la deuda financiera a largo plazo se ha ido incrementando en 51% (2020 vs 2017) y la deuda de corto plazo en el mismo periodo cayó en 22%.

Para setiembre del 2021, se tiene que el 58% de la deuda financiera es de largo plazo y el 42% es de corto plazo. Esto tiene principalmente el efecto de las emisiones de bonos de largo plazo para financiar la deuda de corto plazo que se realizaron desde abril 2018 a abril 2019 y al incremento en préstamos bancarios corrientes y no corrientes desde enero 2021.

Por otra parte, al cierre de setiembre 2021, la estructura de financiamiento de bonos a largo plazo está compuesta de 5 líneas de emisión cuya estructura según la CMF es la que a continuación se presenta:

**Tabla 8. Listado de bonos de largo plazo al 30 de set del 2021 de Salfacorp**

Perfil de Vencimiento (MUF)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Serie B	26	53	53	53	53	53	53	53	26	-	-
Serie G	26	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Serie P	-	333	667	667	333	-	-	-	-	-	-
Serie S	-	-	-	-	-	500	500	500	500	-	-
Serie T	-	150	-	-	250	100	100	100	100	200	-
Crédito Sindicado	225	340	220	220	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Amortizaciones</b>	<b>278</b>	<b>929</b>	<b>991</b>	<b>991</b>	<b>689</b>	<b>705</b>	<b>705</b>	<b>705</b>	<b>679</b>	<b>253</b>	<b>53</b>

Fuente: Análisis razonado CMF a setiembre del 2021

**Tabla 9. Principales características series de bonos colocadas con deuda vigente de Salfacorp**

	Serie B	Serie P	Serie G	Serie T	Serie S
N° inscripción	534	642	643	643	892
Fecha inscripción	13-May-08	11-Abr-18	3-Set-10	24-Abr-19	14-Nov-18
Plazo (años)	21.00	6.92	21.08	10.92	10.83
Monto inscrito	UF 2,000,000	UF 2,000,000	UF 2,000,000	UF 1,000,000	UF 2,000,000
Monto colocado	UF 1,000,000	UF 2,000,000	UF 1,000,000	UF 1,000,000	UF 2,000,000
Deuda vigente	UF 447,368	UF 2,000,000	UF 578,947	UF 1,000,000	UF 2,000,000
Tasa emisión (%)	4.50	3.00	4.00	2.40	2.90
Garantía	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Vencimiento	31-May-29	5-Abr-25	15-Oct-31	15-Abr-30	5-Dic-29

Fuente: Elaboración de ICR Clasificadora de Riesgo al 3 mayo 2021

De la Tabla 9, se obtiene que la serie G es el bono de más largo plazo, cuyo vencimiento es al 15 de octubre del 2031 y es la que consideraremos para el costo de la deuda para el cálculo del WACC.

### 3.2. Patrimonio económico

A continuación, mostraremos el cálculo del patrimonio económico obtenido:

**Tabla 10. Patrimonio Económico de Salfacorp S.A.**

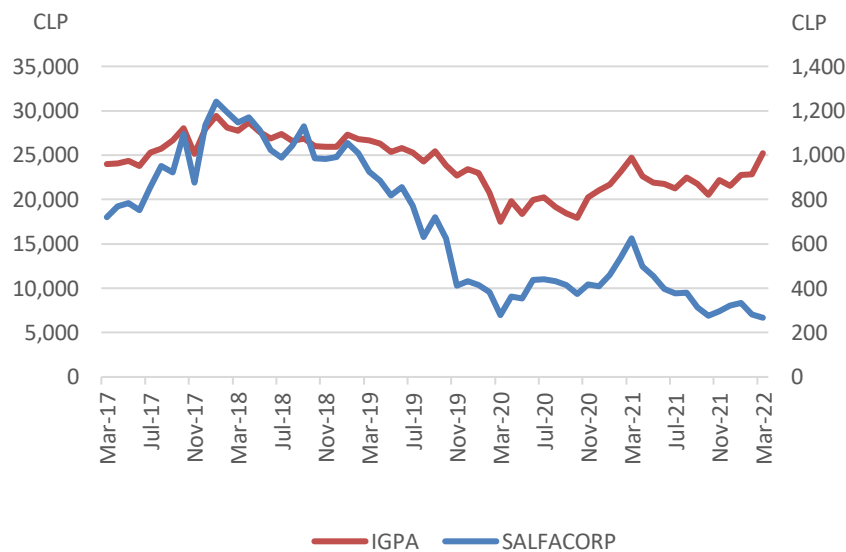
	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Set-21
Número de acciones	449,900,787	449,900,787	449,900,787	449,900,787	449,900,787
Precio de la acción en CLP	1,135	991	431	409	313
Precio de la acción en MUF	0.00004	0.00003	0.00001	0.00001	0.00001
<b>Total</b>	<b>16,977</b>	<b>14,815</b>	<b>6,443</b>	<b>6,115</b>	<b>4,685</b>

Fuente: EIKON

En la Tabla 10, se observa una caída en el valor del patrimonio económico entre los años 2020 vs 2018, debido que el precio de la acción disminuyó en 59%, de 991 CLP en el 2018 a 409 CLP en el 2020, caída que va en relación con la ejecución de los proyectos de SALFACORP donde tiene una alta concentración en la economía local chilena (principalmente en el rubro construcción y minería). Estas variaciones que se dieron durante el periodo 2018-2020 que coincide con la desaceleración de la economía chilena (el %var del PBI de Chile 2018 fue de 4.03%, en el 2019 fue 0.71% y en el 2020 el resultado fue de -6.22%).

Adicionalmente, como se observa en el Gráfico 2, en el 2018 el precio de la acción de Salfacorp se encontraba en niveles de 991 CLP. Luego el precio se mantuvo en el periodo del estallido social y la pandemia en un promedio de 420 CLP (presentando una caída de -57.6% en comparación del 2018). Posteriormente, se aprecia que, en el periodo de incertidumbre política por las futuras elecciones, el precio de la acción, a la fecha de valoración llegó a niveles de 313 CLP, pese a los esfuerzos que se dieron por la reactivación económica cuya expectativa del PBI del 2021 según el Banco Central de Chile fue de 10.5% comparado con el -6.2% del 2020 antes mencionado.

**Gráfico 2. Precio de la acción SALFACORP vs IGPA**



*Fuente: Elaboración propia con información obtenida de EIKON*

### 3.3. Valor económico

En cuanto al valor económico, tenemos lo siguiente:

**Tabla 11. Valor Económico de Salfacorp S.A.**

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Set-21
Valor deuda financiera (B) en MUF	12,961	14,791	14,160	14,183	15,372
Patrimonio Económico (P) en MUF	16,977	14,815	6,443	6,115	4,685
Patrimonio Económico (P) en MM\$	510,817	445,762	193,858	183,987	140,963
<b>Valor económico (V) en MUF</b>	<b>29,938</b>	<b>29,606</b>	<b>20,603</b>	<b>20,298</b>	<b>20,057</b>

*Fuente: Elaboración propia con información de EIKON*

En la Tabla 11, se observa que el valor de la deuda financiera se mantiene en promedio en 14,024 MUF (2017-2020), cuyo monto se ha incrementado levemente en el 2021 a la fecha de valorización, la cuenta que más se incrementó es la de bonos y pagarés de largo plazo, pasando del 2017 con 1,970 MUF a 5,708 MUF a la fecha de valoración (ver Tabla 7 Deuda Financiera). Dicho monto es a consecuencia de las colocaciones de bonos de largo plazo que se dieron en dicho periodo para refinanciar los pasivos financieros de Salfacorp y sus filiales. Asimismo, a niveles de cuentas de pasivos financieros, se puede apreciar una reorganización de la deuda a corto plazo por la deuda a largo plazo. Y debido a la disminución del valor del patrimonio económico a consecuencia de la disminución del precio de la acción, éste cae un 59% de 991 CLP en el 2018 a 409 CLP en el 2020 (ver Tabla 10).

### 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

Dada la disminución del valor del patrimonio en conjunto con el periodo del estallido social y pandemia, hemos visto pertinente utilizar como estructura de capital promedio objetivo, los años 2018 y 2019 dado que en ese periodo se emitieron bonos de largo plazo para refinanciamiento de deuda de corto plazo (serie P, S y T). Consideramos este periodo como objetivo, dado que representa una estructura de capital antes de la pandemia, periodo donde la empresa se vio afectada con la disminución del precio de la acción y el nivel de deuda de las cuentas por préstamos bancarios se incrementó.

Sostenemos que, a medida que se levanten las restricciones en los países, en conjunto con las políticas de impulso económico, se reactivarán los principales proyectos de las unidades de negocio de SALFACORP que van a permitir recuperar el valor de la acción y con ello volver a una estructura de capital del 2017 y 2018.

**Tabla 12. Estructura de capital de Salfacorp S.A.**

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Set-21	E.C. Histórica	E.C. Histórica	E.C. Objetivo
						Promedio 2017-Sep-2021	Promedio 2019 Sep-2021	Promedio 2018-2019
B/V	43.3%	50.0%	68.7%	69.9%	76.6%	61.7%	71.7%	59.3%
P/V	56.7%	50.0%	31.3%	30.1%	23.4%	38.3%	28.3%	40.7%
B/P	76.3%	99.8%	219.8%	231.9%	328.1%	191.2%	259.9%	159.8%

*Fuente: Elaboración propia con información de EIKON*

La razón de endeudamiento de la empresa (B/V), donde se toma como supuesto que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado (B), el objetivo será de 59.3% obtenido como promedio del 2018-2019.

La razón de patrimonio a valor de la empresa (P/V) que se obtiene como objetivo para el mismo periodo fue de 40.7%

La razón de la deuda a patrimonio de la empresa (B/P) objetivo del mismo periodo fue de 159.8% escogido principalmente por la emisión de bonos de largo plazo realizado desde abril 2018 a abril 2019. Esta elección es explicado porque el patrimonio económico de los años 2020 y 2021 ha disminuido en mayor proporción a los del periodo 2018-2019 debido a la caída del precio de la acción como consecuencia del estallido social y la pandemia, en ese sentido, consideramos que la razón B/P del 2020-2021 estaría influenciado en gran medida por la caída del precio de la acción, y para la fecha de valoración consideramos que esos efectos serán transitorios como consecuencia de la reactivación económica que impulse a un mayor crecimiento del PIB y al incremento de los precios del cobre a consecuencia de la recuperación del sector de manufactura en China y las principales economías desarrolladas que permitirán el reajuste de expectativas para la ejecución de proyectos de los principales clientes, y con ello se

espera que el precio de la acción vuelva a niveles cercano a lo ocurrido antes del estallido social.

#### 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

El beta patrimonial de SALFACORP se obtuvo a partir de la regresión lineal entre los retornos semanales de la acción de SALFACORP y el retorno semanal del IGPA, cuya pendiente es el beta que hallaremos (para ello usamos el software de Eviews):

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde:

$R_{t,i}$ : retorno de los precios semanales de la acción de SALFACORP (cierre de cada viernes) desde el 01/10/2019 hasta el 30/09/2021, datos obtenidos de EIKON

$R_{t,m}$ : retorno de los precios semanales del índice de mercado IGPA (cierre de cada viernes) desde el 01/10/2019 hasta el 30/09/2021, datos obtenidos de EIKON

$\alpha$ : intercepción de la regresión

$\beta$ : beta de la acción (cuán sensible es con respecto a los retornos del mercado)

$\varepsilon_{t,i}$ : término de error

Dicho periodo se escogió dado que consideramos que era conveniente analizar el comportamiento de los precios y del índice en el periodo post estallido social, de pandemia y de reactivación económica para obtener una mayor claridad sobre los efectos del comportamiento de los mercados en la economía. Asimismo, se contrastó con el beta del sector ingeniería y construcción publicado por Damodaran donde nos indica un beta de 1.04 y 1.38 en el portal de Yahoo Finance, fue por ello que creímos conveniente no usar el beta antes del estallido social que nos daba un beta de la acción de 2.04 (ver anexo 2).

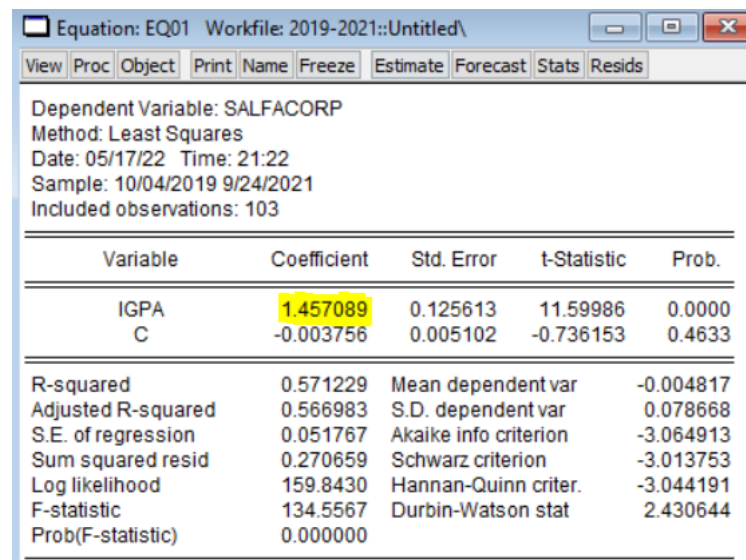
Nuestro beta de la acción calculado a través de la regresión lineal fue de 1.46 como se puede apreciar en la Tabla 13 (con un resultado significativo para las 103 observaciones):

**Tabla 13. Datos de la estimación del beta**

Set-21	
Beta de la acción	1.46
P-value	0.00
N° observaciones	103
R <sup>2</sup>	0.57
Presencia bursátil	94%

*Fuente: Elaboración propia*

**Gráfico 3. Resultado de la regresión entre el precio de la acción de SALFACORP y el IGPA (elaborado en Eviews)**



Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IGPA	1.457089	0.125613	11.59986	0.0000
C	-0.003756	0.005102	-0.736153	0.4633

R-squared	0.571229	Mean dependent var	-0.004817
Adjusted R-squared	0.566983	S.D. dependent var	0.078668
S.E. of regression	0.051767	Akaike info criterion	-3.064913
Sum squared resid	0.270659	Schwarz criterion	-3.013753
Log likelihood	159.8430	Hannan-Quinn criter.	-3.044191
F-statistic	134.5567	Durbin-Watson stat	2.430644
Prob(F-statistic)	0.000000		

*Fuente: Elaboración propia*

De la Tabla 13, podemos observar que el p-value obtenido de la regresión es significativo y cuyo valor del beta resultó ser 1.46.

#### 4.1. Costo de la deuda

Para calcular el costo de la deuda de SALFACORP, se utilizará el Yield to Maturity (YTM) del bono de más largo plazo de la empresa. El bono de más largo plazo es BSALF-G emitido en el 2010 y con fecha de vencimiento en el 2031. El YTM (TIR efectiva) del bono



es 4.18% (en el portal de EIKON nos muestra una Yield de 2.07% - ver anexo 3 - y se hizo la conversión a la tasa efectiva dando como resultado 4.18%).

#### 4.2. Beta de la deuda

Haciendo uso del CAPM, a continuación, se presenta el cálculo del beta de la deuda:

$$k_b = R_f + \beta_d * PRM$$

Donde:

$k_b$ : costo de la deuda, que será la TIR del bono de más largo plazo (BSALF-G) que es 4.18%

$R_f$ : tasa libre de riesgo, se usará la tasa del BCU-20 años (Bonos en UF publicado por el Banco Central de Chile), por ser el bono de más largo plazo de SALFACORP a 21 años (2.58%)

$\beta_d$ : beta de la deuda (es lo que hallaremos)

$PRM$ : premio por riesgo de mercado, que según Damodaran para Chile a enero 2021 es de 5.4%

Para la tasa libre de riesgo, utilizamos la tasa del BCU-20 años al 29 de setiembre 2021 en UF que corresponde a 2,58%. Adicionalmente, para el PRM se utilizará el Equity Risk Premium calculado por Damodaran para Chile de 5.40% al 1 enero de 2021 (que es lo más próximo a la fecha de valoración). Dicha tasa considera los factores de cada país, y que al usar la tasa libre de riesgo de Chile, todo se estaría considerando en UF. Finalmente, si consideramos el costo de la deuda previamente mencionado (4.18%), obtenemos el siguiente beta de la deuda:

$$4.18\% = 2.58\% + \beta_d * 5.4\% \rightarrow \beta_d = 0.30$$

#### 4.3. Estimación del beta patrimonial

Para estimar el beta patrimonial sin deuda, haremos uso de la fórmula de Rubinstein, a través de:

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

Donde:  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda,  $\beta_p^{s/d}$  es el beta patrimonial sin deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativa histórica,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital promedio histórica utilizado para calcular el beta de la acción (según la Tabla 12 sería 259.9%)

#### 4.4. Beta patrimonial sin deuda

Dado que nuestro  $\beta_p^{c/d}$  se encuentra influenciado por el apalancamiento actual, es que debemos desapalancar a través de la fórmula propuesta por Rubinstein, para volver a apalancarlo al nivel objetivo de largo plazo definido con anterioridad. Por otro lado, se consideran como supuestos la razón de la estructura de capital ( $\frac{B}{P}$ ), la cual corresponde al promedio del 2019-2021, periodo que se consideró para el cálculo del beta de la acción; juntamente con un impuesto corporativo del 27%.

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

$$1.46 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 27\%) \cdot 259.94\%] - 0.30 \cdot (1 - 27\%) \cdot 259.94\%$$

$$\beta_p^{s/d} = 0.70$$

#### 4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Una vez que se obtiene el  $\beta_p^{s/d}$  se debe volver a apalancar a la estructura de capital objetivo ( $\frac{B}{P}$ ), la cual corresponde al promedio de los años 2018-2019, periodo donde se emitieron bonos de largo plazo para refinanciamiento de deuda de corto plazo:

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

$$\beta_p^{c/d} = 0.70 \cdot [1 + (1 - 27\%) \cdot 159.80\%] - 0.30 \cdot (1 - 27\%) \cdot 159.80\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 1.16$$

Cabe mencionar que la razón de la deuda a patrimonio de la empresa (B/P) objetivo de los años 2018-2019 fue de 159.8% principalmente por el aumento de emisión de bonos de largo plazo.

#### 4.6. Costo patrimonial

Del mismo modo que se obtuvo el beta del costo de la deuda, hacemos uso del CAPM para hallar el costo patrimonial de la siguiente manera:

$$k_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

$$k_p = 2.58\% + 1.16 * 5.4\%$$

$$k_p = 8.87\%$$

#### 4.7. Costo de capital

Por medio del costo promedio ponderado de capital se calculó lo siguiente:

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

$$WACC = 8.87\% \cdot 40.66\% + 4.18\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 59.34\%$$

$$WACC = 5.41\%$$

La tasa WACC obtenida será utilizada para traer a valor presente (fecha de valorización: 30 de setiembre del 2021) los flujos de caja libre proyectados para obtener el valor total de la empresa y así poder estimar el precio de la acción por el primer método de valoración de flujos de caja descontados. Cabe mencionar que esta tasa WACC es real en UF dado que el punto de partida para su cálculo es considerar el Beta de la deuda de la YTM del bono de más largo plazo de Salfacorp, expresado precisamente en UF tal como se puede apreciar en el prospecto de emisión del año 2010, y a su vez, la tasa libre de riesgo es expresado de los Bonos BCU del Banco Central de Bonos Bullet en UF.

## 5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

### 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

En esta sección analizaremos el crecimiento de la empresa durante el periodo 2017 al 2021 (considerando el 2021 como una estimación, dado que toda la valoración será al 30 de setiembre del 2021).

**Tabla 14. Crecimiento ingresos de Salfacorp S.A.**

Composición Ingresos Actividades Ordinarias en MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21 <sup>1</sup>	%Var anual				
						2017	2018	2019	2020	2021
Total ICSA	17,446	18,187	19,297	10,265	16,806	0%	4%	6%	-47%	64%
Total Aconcagua	6,192	5,975	6,292	2,587	3,724	-14%	-3%	5%	-59%	44%
Total Renta y Desarrollo Inmobiliario	852	1,633	1,337	928	464	-33%	92%	-18%	-31%	-50%
Total Ajustes y Eliminaciones	- 2,292	- 1,919	- 2,012	- 478	- 355	-16%	-16%	5%	-76%	-26%
<b>Total Ingresos de Actividades Ordinarias</b>	<b>22,199</b>	<b>23,876</b>	<b>24,913</b>	<b>13,301</b>	<b>20,639</b>	<b>-4%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>-47%</b>	<b>55%</b>

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF

En la Tabla 14, podemos ver que, a partir del 2018, la empresa ha crecido hasta antes de la pandemia en un promedio de 6%, también se estimó el resultado del 2021 (considerando el último trimestre del 2020 más el acumulado de ene-set 2021) vs el mismo periodo del 2020, cuyo crecimiento fue de 55%, básicamente explicado por el mal resultado del 2020 versus la reactivación económica del 2021.

Asimismo, la unidad de negocio Ingeniería y Construcción (ICSA) ha presentado una variación de -47% en el 2020, dicho resultado fue revertido en el 2021 donde fue de 64%; mientras que entre los años 2017 al 2019, la variación en promedio fue de 3%.

Cabe resaltar que las líneas de negocio Inmobiliaria Aconcagua y Edificaciones fueron consolidadas a partir del 1 enero 2021; por tanto, tenemos como referencia una sola unidad de negocio denominada Inmobiliaria Aconcagua, cuya variación para el 2021 fue

de 44%, resultado contrario que se vio en el 2020, que fue de -59%; mientras que en promedio para los años 2017 al 2019 fue de -4%.

Por otra parte, la línea de negocio Renta Inmobiliaria (RDI) ha presentado variaciones negativas de sus ingresos como son -31% en el 2020 y -50% en el 2021; mientras un 92% para el 2018, resultado positivo antes del estallido social y la pandemia.

A continuación, se muestra la ponderación de cada una de las unidades de negocio, donde se observa que el segmento de Ingeniería y Construcción (ICSA) representa un 77% (promedio entre 2018 y 2019)

**Tabla 15. Ponderación de ingresos por segmento de Salfacorp S.A.**

<b>Composición Ingresos Actividades Ordinarias en MUF</b>	<b>Dic-16</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Sep-21 <sup>1</sup></b>
Total ICSA	75%	79%	76%	77%	77%	81%
Total Aconcagua	31%	28%	25%	25%	19%	18%
Total Renta y Desarrollo Inmobiliario	6%	4%	7%	5%	7%	2%
Total Ajustes y Eliminaciones	-12%	-10%	-8%	-8%	-4%	-2%
<b>Total Ingresos de Actividades Ordinarias</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

*Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF*

El crecimiento del PIB de Chile se mantuvo alrededor del 2% para la economía antes de la pandemia y se proyecta en el corto plazo en un promedio de 2.3%, este factor será utilizado para calcular el crecimiento del backlog de la empresa principalmente en el rubro de ICSA Montaje, lo que representa la posterior ejecución de los proyectos para la determinación de sus ingresos.

Dado que una parte de sus ingresos en la unidad de negocio ICSA se encuentra en el segmento de Servicios Prestado a la Minería, la variación del precio del cobre tiene incidencia en el crecimiento del backlog, puesto que los clientes irán adecuando sus decisiones de inversión en función de aprovechar el alza del precio o contraer y optimizar sus costos en periodos bajos del precio del cobre.

## 5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

En la Tabla 16, podemos apreciar que los costos de venta de Salfacorp S.A. representan cerca del 91% en promedio para todas sus unidades de negocio con respecto a sus ingresos totales, lo cual es característico en empresas de infraestructura cuyos ingresos vienen de proyectos de gran envergadura.

**Tabla 16. Análisis de costos y gastos operacionales de Salfacorp S.A.**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21 <sup>1</sup>
<b>Ingresos</b>	22,199	23,876	24,913	13,301	20,639
Costo de Venta	(19,972)	(21,703)	(22,794)	(11,932)	(18,611)
Gasto de Administración y Ventas	(1,218)	(1,273)	(1,322)	(1,019)	(1,104)
% Costo de Venta	-90%	-91%	-91%	-90%	-90%
% Gasto de administración y Ventas	-5.5%	-5.3%	-5.3%	-7.7%	-5.3%

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF

Sin embargo, en la Tabla 17, se observa que los costos de venta son del 93% para la unidad de negocio de ICSA, quien es la principal ejecutora de los proyectos de ingeniería e infraestructura.

**Tabla 17. Análisis de costos y gastos operacionales de ICSA**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21 <sup>1</sup>
<b>Ingresos</b>	17,446	18,187	19,297	10,265	16,806
Costo de Venta	(16,036)	(17,091)	(18,104)	(9,405)	(15,444)
Gasto de Administración y Ventas	(1,218)	(1,273)	(1,322)	(1,019)	(1,104)
% Costo de Venta	-92%	-94%	-94%	-92%	-92%
% Gasto de administración y Ventas	-7.0%	-7.0%	-6.8%	-9.9%	-6.6%

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF

Por otra parte, en la Tabla 18, podemos apreciar la unidad de negocio Inmobiliaria, Aconcagua, que presenta menores porcentajes de costo de venta en comparación a ICSA, pero altos porcentajes en gastos de administración que alcanzan el 8%.

**Tabla 18. Análisis de costos y gastos operacionales de Aconcagua**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21 <sup>1</sup>
<b>Ingresos</b>	6,192	5,975	6,292	2,587	3,724
Costo de Venta	(5,430)	(5,171)	(5,558)	(2,108)	(3,040)
Gasto de Administración y Ventas	(457)	(442)	(480)	(342)	(344)
% Costo de Venta	-88%	-87%	-88%	-81%	-82%
% Gasto de administración y Ventas	-7.4%	-7.4%	-7.6%	-13.2%	-9.2%

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF

Finalmente, la parte de Rentas Inmobiliarias presenta costo de ventas cercanos al 85% menor a los obtenidos en las demás unidades de negocio (como se observa en la Tabla 19).

**Tabla 19. Análisis de costos y gastos operacionales de Rentas y Desarrollo Inmobiliario**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21 <sup>1</sup>
<b>Ingresos</b>	852	1,633	1,337	928	464
Costo de Venta	(625)	(1,394)	(1,148)	(867)	(411)
Gasto de Administración y Ventas	(103)	(101)	(71)	(60)	(59)
% Costo de Venta	-73%	-85%	-86%	-93%	-89%
% Gasto de administración y Ventas	-12.1%	-6.2%	-5.3%	-6.5%	-12.8%

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF

Lo que se observa es que las unidades de negocio pequeñas como son Inmobiliaria Aconcagua y RDI, absorben porcentaje de costos de administración más altos en comparación a las unidades de mayor volumen de ingresos como el caso de ICESA.

### 5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

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

**Tabla 20. Análisis de costos no operacionales de Salfacorp S.A.**

<b>En MUF</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Sep-21 <sup>1</sup></b>
<b>Ingresos de actividades ordinarias</b>	22,199	23,876	24,913	13,301	20,639
Resultado financiero neto	-248.94	-295.18	-337.55	-282.93	-252.82
Participación en las ganancias (pérdidas) de negocios conjuntos	333.94	406.62	481.74	427.09	420.42
Diferencias de cambio	-5.61	25.77	19.15	-3.84	31.90
Resultados por unidades de reajuste	-65.90	-83.96	-42.65	-22.82	-2.29
% Resultado financiero neto	-1.1%	-1.2%	-1.4%	-2.1%	-1.2%
% Participación en las ganancias (pérdidas) de negocios conjuntos	1.5%	1.7%	1.9%	3.2%	2.0%
% Diferencias de cambio	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%
% Resultados por unidades de reajuste	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	0.0%

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

*Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF*

La participación en las ganancias de negocios conjuntos representa en promedio 2.1% de los ingresos (2017-2021), lo cual incide en los resultados totales antes de impuestos.

#### **5.4. Análisis de márgenes de la empresa**

En primer lugar, obtendremos el Estado de Resultado en miles de UF (como se puede apreciar en la Tabla 21) para poder colocar las partidas que necesitaremos para calcular los márgenes.



**Tabla 21. Estados de Resultados Integrales de Salfacorp S.A.**

<b>Estados de Resultados en MUF</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Sep-21 <sup>1</sup></b>
Ingresos de actividades ordinarias	22,199	23,876	24,913	13,301	20,639
(-) Costo de venta	(19,972)	(21,703)	(22,794)	(11,932)	(18,611)
<b>Margen Bruto</b>	<b>2,227</b>	<b>2,172</b>	<b>2,119</b>	<b>1,369</b>	<b>2,028</b>
(-) Otros ingresos, por función	10	13	4	4	13
(-) Costos de distribución	(54)	(71)	(86)	(57)	(74)
(-) Gastos del personal	(836)	(812)	(935)	(727)	(708)
(-) Gastos generales de administración	(221)	(292)	(196)	(150)	(255)
(-) Gastos de mercadotecnia	(97)	(87)	(108)	(80)	(56)
(-) Otros gastos por función	(3)	(4)	(0)	(4)	(3)
<b>EBITDA</b>	<b>1,366</b>	<b>1,244</b>	<b>1,206</b>	<b>745</b>	<b>1,366</b>
(-) Depreciación	(341)	(324)	(409)	(389)	(421)
<b>Resultado Operacional - EBIT</b>	<b>1,026</b>	<b>920</b>	<b>797</b>	<b>356</b>	<b>945</b>
Otras ganancias (pérdidas)	(17)	(21)	1	(5)	(20)
Resultado financiero neto	(249)	(295)	(338)	(283)	(253)
Participación en las ganancias (pérdidas) de negocios conjuntos	334	407	482	427	420
Diferencias de cambio	(6)	26	19	(4)	32
Resultados por unidades de reajuste	(66)	(84)	(43)	(23)	(2)
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>1,022</b>	<b>953</b>	<b>918</b>	<b>468</b>	<b>1,121</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	(200)	(110)	(145)	(7)	(112)
<b>Resultado Neto</b>	<b>822</b>	<b>842</b>	<b>773</b>	<b>460</b>	<b>1,010</b>

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON y CMF

Con ello, hemos calculado los márgenes que a continuación detallaremos en la Tabla 22 donde se muestran las razones de rentabilidad de Salfacorp. Los ratios de rentabilidad nos ayudarán a evaluar y conocer la situación financiera de Salfacorp.

**Tabla 22. Ratios de Rentabilidad de Salfacorp S.A.**

<b>Rentabilidad</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Sep-21 <sup>1</sup></b>
Margen Bruto	10%	9%	9%	10%	10%
Margen Operacional	5%	4%	3%	3%	5%
Margen Neto	4%	4%	3%	3%	5%
ROA	3%	3%	2%	1%	2%
ROE	7%	7%	6%	4%	8%
Margen EBITDA <sup>2</sup>	9%	8%	8%	11%	9%
ICSA	7%	6%	6%	9%	8%
IACO	10%	9%	6%	13%	15%
RDI	35%	22%	20%	18%	22%

<sup>1</sup> Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

<sup>2</sup> Incluye ajuste de intereses en costo de venta

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON

Como se aprecia en la tabla 22, con respecto al margen bruto, hasta antes de la pandemia se obtuvo en promedio un 9%, valor que se va recuperando a partir del 2020 con la reactivación económica llegando a niveles del 10%; y con un margen operacional del 4% hasta antes de la pandemia a través de una estrategia de mayor control de sus costos en la ejecución de sus proyectos.

Salfacorp ha generado márgenes netos entre el 3% a 5% desde el 2017 hasta el 2021. En cuanto al ROA (Return on Assets), indicador que representa el valor total de los activos necesarios que respaldan las operaciones de la compañía, se encuentra en un promedio del 2%. Asimismo, se observa que Salfacorp mantiene un ROE del 6% que es superior al WACC del 5.41% (calculado en la sección 4.7). Es decir que la compañía estaría rindiendo más que el costo de capital lo cual es un reflejo de un mayor retorno de sus recursos propios y los coloca en una mejor posición para las entidades financieras.

Asimismo, la compañía ha mantenido un margen EBITDA promedio del 9%. Salfacorp mantiene márgenes Ebitda menores en el negocio de ingeniería y construcción ICSA que con respecto al negocio inmobiliario IACO dado que necesariamente necesita ajustar sus márgenes por el proceso competitivo de adjudicación para la obtención del backlog de proyectos que al mismo tiempo tienen complejidad, mientras que en negocio inmobiliario tiene cierto margen de maniobra como para calcular los costos en base a los parámetros de zonificación para decidir ir o no con el lanzamiento para la obtención de promesas y para la obtención de la rentabilidad esperada en la escrituración.

Finalmente, no se ha presentado variaciones significativas en los márgenes de la empresa durante el periodo analizado, lo cual refleja que ha mantenido su nivel de eficiencia y estrategia de control de costos en la ejecución de sus proyectos.

## **5.5. Análisis de los activos de la empresa**

### **5.5.1. Activos operacionales y no operacionales**

A continuación, listaremos, los activos corrientes y no corrientes, clasificándolos entre operacionales y no operacionales (Tabla 23):

**Tabla 23. Clasificación de los activos de SALFACORP**

<b>Tipo de activos (En MUF)</b>	<b>Al 30/Sep/21</b>	<b>Operacional</b>	<b>No operacional</b>
<b>Activos corrientes</b>			
Efectivo y equivalentes al efectivo	1,441	X	
Otros activos financieros	22		X
Otros activos no financieros	526	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	6,872	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1,058	X	
Inventarios corrientes	2,369	X	
Activos por impuestos corrientes	1,103	X	
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	87		
<b>Activos corrientes Totales</b>	<b>13,477</b>	X	
<b>Activos no corrientes</b>			
Otros activos financieros	44		X
Otros activos no financieros	96	X	
Cuentas por cobrar no corrientes	444	X	
Inventarios no corrientes	11,209	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	2,094	X	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2,794	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2,140	X	
Plusvalía (Goodwill)	713	X	
Propiedades, plantas y equipos	2,137	X	
Activos por derechos de uso	127	X	
Propiedades de inversión	178	X	
Activos por impuestos no corrientes	1,515		X
Activos por impuestos diferidos	2,438		X
<b>Activos no corrientes Totales</b>	<b>25,930</b>		
<b>Total de Activos</b>	<b>39,407</b>		

*Fuente: Estados consolidados intermedios de Situación Financiera*

Entre los activos no operacionales corrientes tenemos las partidas de Otros activos financieros corrientes, que generan ingresos financieros por lo que no están relacionados al giro de negocio de la compañía.

Entre los activos no operacionales no corrientes, tenemos las partidas de Otros activos financieros no corrientes, Activos por impuestos no corrientes y Activos por impuestos diferidos que no están relacionadas a la actividad principal de la compañía.

Cabe mencionar que, las empresas de ingeniería y construcción utilizan la cuenta caja y bancos (efectivo) para la emisión de las cartas fianzas por ejecución de los proyectos y por ello lo consideramos como activo operacional. Por otro lado, la plusvalía como valor que se paga en exceso sobre el patrimonio de la compañía, en este caso se estaría considerando como un activo operacional porque representa parte del negocio que está relacionado con la actividad de la compañía.

### 5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

En esta sección, mostraremos los activos corrientes y no corrientes operacionales para poder calcular el capital de trabajo neto (CTON) para que finalmente calculemos el RCTON que es el ratio entre el CTON y los ingresos:

**Tabla 24. Capital de trabajo operativo neto histórico de SALFACORP**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21
<b>Activos corrientes operacionales:</b>					
Otros activos no financieros	219	341	434	450	526
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	4,976	5,568	4,743	3,646	6,872
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	926	1,286	1,192	501	1,058
Inventarios corrientes	3,498	3,349	2,519	2,509	2,369
Activos por impuestos corrientes	1,263	1,566	1,350	1,556	1,103
<b>Total activos corrientes operacionales</b>	<b>10,882</b>	<b>12,109</b>	<b>10,238</b>	<b>8,663</b>	<b>11,928</b>
<b>Pasivos corrientes operacionales:</b>					
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	4,631	5,495	4,581	3,526	5,642
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	139	389	764	536	245
Otras provisiones	50	41	40	22	31
Pasivos por impuestos corrientes	499	444	586	280	329
Otros pasivos no financieros	820	1,321	1,417	1,982	2,343
<b>Total pasivos corrientes operacionales</b>	<b>6,138</b>	<b>7,690</b>	<b>7,388</b>	<b>6,346</b>	<b>8,589</b>
<b>CTON</b>	<b>4,744</b>	<b>4,419</b>	<b>2,849</b>	<b>2,317</b>	<b>3,339</b>
Ingresos operacionales	22,199	23,876	24,913	13,301	16,502
<b>RCTON (en %)</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>

Fuente: Elaboración propia con información de EIKON

De la Tabla 24, podemos apreciar que el capital de trabajo operativo neto ha ido decreciendo durante el periodo 2017-2020 como producto de una menor actividad económica a consecuencia del estallido social y pandemia dando como resultado un valor en exceso positivo de los activos operativos sobre los pasivos operativos, pero este resultado muestra una recuperación a setiembre del 2021. Adicionalmente, se pudo obtener que el promedio del RCTON es de 20% (2017-2018) y luego decrece a un promedio de 14% (2019 y 2020) producto del estallido social y de la pandemia donde la partida de otros pasivos no financieros se incrementaron, recuperándose para setiembre del 2021 que vuelve a ser 20%.

Los activos corrientes cayeron más que los pasivos corrientes durante el periodo 2017-2020, producto principalmente a que los proyectos inmobiliarios no se pudieron vender y la facturación para el rubro de cuentas por cobrar se retrasaron.

### 5.5.3. Inversiones

A continuación, hemos considerado las inversiones que obtuvimos de los flujos de caja y con ello calculamos el ratio de las inversiones sobre la depreciación y amortización, donde la relación es menor a 1 y eso quiere decir que la depreciación es mayor a las inversiones, lo que nos indica que la empresa no realiza inversiones de crecimiento, sino que sólo realiza inversiones de reposición en línea con su política de inversión y financiamiento:

**Tabla 25. Inversiones históricas de SALFACORP**

<b>En MUF</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Sep-21</b>
Compras de propiedad, planta y equipos	419	147	249	205	231
Compras de activos intangibles	22	25	29	24	14
<b>Total inversiones</b>	<b>441</b>	<b>173</b>	<b>278</b>	<b>228</b>	<b>246</b>
Ingresos operacionales	22,199	23,876	24,913	13,301	16,502
% inversiones sobre los ingresos	2%	1%	1%	2%	1%
Depreciación y amortización	341	324	409	389	326
% inversiones sobre dep. y amor.	129%	53%	68%	59%	75%

*Fuente: Elaboración propia con información de EIKON*

De acuerdo con la industria I&C donde opera, Salfacorp no realiza inversiones significativas en CAPEX, por tanto, mantiene sus inversiones principalmente en activos como maquinaria, equipos y oficinas. Sus inversiones principalmente se destinan para la ejecución del backlog.

### **5.6. Análisis de crecimiento de la industria**

La economía chilena ha crecido en promedio 2% anual desde el 2017 hasta antes de la pandemia, lo cual se refleja en el crecimiento del backlog de la ejecución de los proyectos en el sector para esos años, asimismo como producto de la recuperación económica, la proyección de crecimiento para el 2021 es de 10.5%, lo que nos da un panorama de que a la fecha de valoración, la expectativa de que las empresas que forman parte de la industria es que retomarán sus grado de ejecución prepandemia.

Según el Análisis Razonado al 30 de setiembre del 2021 de Salfacorp, se menciona que el PIB del sector construcción aumentó un 14.8% en el segundo trimestre del 2021 respecto al mismo periodo del 2020. En cuanto al mercado inmobiliario, se indicó que en el mes de setiembre 2021, la venta de viviendas aumentó un 3% comparado con el mismo mes del año 2020.

Por otro lado, consideramos relevante, analizar el crecimiento de los ingresos de las empresas comparables a Salfacorp del 2017 al 2019 sin considerar el resultado del 2020 debido al efecto pandemia, entre las empresas de la industria tenemos a Besalco, Socovesa, Paz Corp., Ingevec y Echevarría Izquierdo. A continuación, en la Tabla 26, podemos apreciar que, en promedio, se obtiene un crecimiento de 3.67% en la industria considerando a las empresas comparables antes mencionadas. En dicha tabla observamos, que Paz Corp presenta un crecimiento fuera del resultado obtenido en las demás empresas, en ese sentido es importante mencionar que Paz Corp se desenvuelve en el sector inmobiliario y no en las áreas de negocio de Ingeniería-Montaje como sí ocurre con otras empresas entre ellas Salfacorp:

**Tabla 26. Crecimiento de la industria**

En %	Crecimiento promedio de la industria para el periodo 2017-2019						
	SALFACORP	BESALCO	SOCOVESA	PAZCORP	INGEVEC	EHEVARRIA IZQUIERDO	PROMEDIO
Ingresos de actividades ordinarias	2.58%	2.11%	0.04%	13.64%	0.66%	3.01%	3.67%

*Fuente: Elaboración propia con información de EIKON*

## 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 6.1. Ingresos operacionales proyectados

Los ingresos de Salfacorp provienen de 3 unidades de negocio (ICSA, IACO y RDI), dichos ingresos provienen de la ejecución de proyectos que están correlacionados con el desempeño de la economía de Chile y/o en el país donde tiene participación. El supuesto que utilizamos es que los ingresos de Salfacorp dependen del backlog (cartera de proyectos) con el que inicia cada año como resultado del desempeño de la economía en su conjunto. Por tanto, una medida de desempeño a considerar es la elasticidad del backlog (% de crecimiento del backlog sobre el % de crecimiento del PIB), es decir que, por cada punto porcentual del crecimiento del PIB, el backlog crece en el valor de la elasticidad.

De este modo, dado que los ingresos consolidados de Salfacorp provienen de las tres unidades de negocio que operan en diferentes sectores de la economía, establecemos un supuesto de elasticidad del backlog por cada una de ellas. En ese sentido, decidimos proyectar por cada área de negocio en vista de que tienen ciertas particularidades. En la unidad de negocio ICSA, nos centraremos en proyectar las áreas de negocio de Montaje, Servicios prestados a la Minería, Construcción y Área Internacional (Perú). En la unidad de negocio IACO, proyectaremos los ingresos del segmento de Casas&Departamentos 4P (4 pisos), Edificios y Vivienda con Subsidio y el segmento de Proyectos DS49

(proyectos sociales) y finalmente la unidad de negocio RDI (Renta y Desarrollo Inmobiliario).

### 6.1.1. Ingresos operacionales proyectados ICSA (Ingeniería y Construcción)

#### - Área de negocio Montaje:

En la unidad de negocio de ICESA (Ingeniería y Construcción), durante el 2017-2020 el 52% del saldo en backlog se ejecutó en los siguientes 12 meses, en ese sentido usaremos este ratio como supuesto a partir del 2022 en adelante. Para estimar el crecimiento del backlog, se encontró que el comportamiento de los valores históricos del backlog del periodo analizado (2017-setiembre 2021) está relacionado con el %var del PIB de la economía, es por ello que consideraremos el %var del PIB proyectado por el Banco Central de Chile (que deberá ser ajustada por la inflación) como input para calcular el crecimiento del backlog proyectado considerando una tasa de elasticidad del backlog histórica de Montaje (crecimiento del backlog/crecimiento del PIB de Chile):

**Tabla 27. Variables económicas de Chile**

Variable Económica	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
PIB Chile	10.5%	1.5%	1.0%	2.3%	2.3%
Inflación Chile	4.2%	4.9%	3.1%	3.0%	3.0%

*Fuente: Expectativas del Banco Central de Chile*

A setiembre del 2021, de acuerdo con la proyección del Banco Central de Chile, la expectativa de crecimiento del 2021 era alrededor del 10.5% como producto de la reactivación económica comparada con el 2020. Posteriormente para los años 2022 y 2023 se tiene la expectativa de tasas de crecimiento del 1.5% y 1%, como consecuencia de la incertidumbre política para luego tener un incremento en el 2024 y 2025 del 2.3%. Asimismo, la expectativa de inflación del Banco Central se encuentra alrededor del 4% anual, producto del alza internacional de los alimentos importados y se espera que a través de una política monetaria la inflación objetivo sea del 3% a partir del 2025.



**Tabla 28. Ingresos ICSA. Área de negocio Montaje**

Ingresos ICSA_MONTAJE en MUF	2021 E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Backlog</b>	<b>13,563</b>	<b>12,909</b>	<b>13,708</b>	<b>14,670</b>	<b>15,470</b>
Backlog 12 meses	5,841	6,714	7,130	7,630	8,046
<b>% Backlog a ejecutar en el año</b>	<b>43%</b>	<b>52%</b>	<b>52%</b>	<b>52%</b>	<b>52%</b>
<i>Crec Backlog</i>	15.9%	6.9%	4.4%	5.6%	5.6%
<b>Elasticidad Backlog</b>	<b>1.08</b>	<b>1.08</b>	<b>1.08</b>	<b>1.08</b>	<b>1.08</b>
Órdenes recibidas en el año	1,216	1,934	1,934	1,934	1,934
<b>Ingresos ICSA_MONTAJE</b>	<b>9,125</b>	<b>8,989</b>	<b>8,648</b>	<b>9,064</b>	<b>9,564</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Tomando en cuenta el promedio entre el 2017-2019 de la elasticidad del backlog prepandemia que resultó ser 1.08 (ver anexo 4), valor que se considerará como supuesto para proyectar el crecimiento del backlog por cada punto porcentual del crecimiento de la economía, en ese sentido se realizaron las proyecciones y se obtuvo una tasa de crecimiento del backlog de 4% a 6% para los años 2022 en adelante, lo cual será el input para proyectar los ingresos de ICSA-Montaje.

- **Área de negocio Servicios a la Minería:**

Del mismo modo para el segmento de Servicios a la Minería, se consideró que 64% del saldo en backlog se ejecutó en los siguientes 12 meses (ratio que se obtuvo del periodo 2017-2020 y que se mantiene como supuesto a partir del 2022).

Para estimar el crecimiento del backlog, se consideró la expectativa de crecimiento del precio del cobre del Banco Central para los siguientes años. Consideramos que las fluctuaciones del precio del cobre inciden en las decisiones de inversión de los clientes mineros y es así que ajustan sus decisiones de compra y programación para la ejecución de servicios.

**Tabla 29. Variación anual del precio del cobre**

Variación Anual del Precio del Cobre	2021 E	2022E	2023E	2024E	2025E
Precio del Cobre	18.0%	-3.6%	-7.5%	-1.4%	0.0%

*Fuente: Expectativas del precio del cobre del Banco Central de Chile*

En periodos de altos precios del cobre, los clientes mineros pueden requerir más servicios de mantenimiento para garantizar el mantenimiento operativo de la planta, y en épocas de bajo precio del cobre, los clientes productores de cobre intentan minimizar sus costos de producción y ajustan las propuestas de los contratistas.

El supuesto de la elasticidad del backlog para esta área de negocio de Servicios de Minería está dado por el ratio del crecimiento del backlog / crecimiento del precio del cobre, con un valor de elasticidad histórica de 3.7 (ver anexo 4), se estima el crecimiento del backlog junto con las variaciones del precio del cobre.

**Tabla 30. Ingresos ICSA. Área de negocio Minería**

Ingresos ICSA_MINERIA en MUF	2021 E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Backlog</b>	<b>6,164</b>	<b>3,632</b>	<b>3,022</b>	<b>4,084</b>	<b>4,804</b>
Backlog 12 meses	2,307	2,322	1,932	2,611	3,072
<b>% Backlog a ejecutar en el año</b>	<b>37%</b>	<b>64%</b>	<b>64%</b>	<b>64%</b>	<b>64%</b>
<i>Crec Backlog</i>	66.6%	-13.4%	-27.8%	-5.0%	0.0%
<b>Elasticidad Backlog</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>
Órdenes recibidas en el año	842.0	633.5	633	633	633
<b>Ingresos ICSA_MINERIA</b>	<b>3,505</b>	<b>4,575</b>	<b>2,956</b>	<b>2,566</b>	<b>3,245</b>

*Fuente: Elaboración propia*

- **Área de negocio Construcción:**

Similar al caso del área de negocio de Montaje, para calcular el backlog de los años del 2022 al 2025 utilizamos como input el crecimiento del PIB de Chile ajustada por la inflación y la elasticidad histórica de 0.9 (ver Anexo 4 y 6). Los ingresos se proyectaron considerando el 67% del saldo de backlog a ejecutarse (ratio histórico obtenido del promedio de los años 2017-2020).

- **Área de negocio Internacional (Perú):**

Al igual que con el área de negocio de Montaje, para calcular el backlog de los años del 2022 al 2025 utilizamos como input el crecimiento del PIB de Perú ajustada por la inflación y la elasticidad histórica de 5.1 (ver Anexo 4, 7 y 8). Los ingresos se proyectaron considerando el 89% del saldo de backlog a ejecutarse (ratio histórico obtenido del promedio de los años 2017-2020).

### **6.1.2. Ingresos operacionales proyectados IACO (Inmobiliaria Aconcagua)**

Para el cálculo de los ingresos operacionales proyectados de IACO, tenemos que tomar en cuenta el total de promesas combinadas (consolidado y no consolidado) y la escrituración de esas promesas. A continuación, mostraremos los supuestos que consideraremos para cada área de negocio:

#### **- Área de negocio Casas & Dptos 4P (4 pisos):**

Del total de promesas combinadas por esta área de negocio, un total de 32% se convertirán en escrituras propias cada 2 años (ver anexo 4). Este porcentaje es un histórico del 2017 al 2021. Dicha tasa incluye el desistimiento y se espera que del total de promesas de compraventa combinadas se conviertan en escrituras propias para transferencia de propiedad. Con esa tasa histórica determinamos los ingresos de las promesas combinadas. Para proyectar las promesas combinadas utilizamos la elasticidad de promesas (crecimiento de las promesas combinadas / crecimiento del PIB de Chile ajustada por la inflación) que resultó ser 1.01 (ver anexo 4), se espera un crecimiento del backlog del 5% (ver Anexo 9). Para el cálculo de los ingresos en esta área de negocio, consideramos una tasa de conversión histórica del 32%, esta tasa está representada por las escrituras propias consolidadas sobre el total de promesas combinadas (éstas incluyen la participación en otros negocios conjuntos).

#### **- Área de negocio Edificios:**

Consideramos que el tiempo de conversión de las promesas combinadas (que incluyen la participación en otros negocios) a escrituras propias consolidadas es de 2 años con una tasa de conversión del 28% (ver anexo 4).

Con ello utilizando las tasas proyectadas de crecimiento del PIB Chile antes mostrados, se espera crecimiento del backlog del 3% (ver Anexo 10)

#### **- Área de negocio Vivienda c/subsidio DS19/01:**

Consideramos el tiempo de conversión de las promesas combinadas (que incluyen la participación en otros negocios) a escrituras propias consolidadas es de 2 años con una tasa de conversión del 50% (ver anexo 4).

Con ello utilizando las tasas proyectadas de crecimiento del PIB Chile antes mostrados, se espera crecimiento del backlog del 16% (ver Anexo 11)

- **Área de negocio Proyectos DS49:**

Salfacorp viene ejecutando importantes proyectos desde el 2019 a una tasa de ejecución del 43% para el subsiguiente año. La elasticidad del backlog en función de la economía fue igual a 1, por tanto (ver anexo 4), la ejecución de estos proyectos irá de la mano de la ejecución de la economía chilena y en función de los ingresos de recaudación. Se espera un crecimiento del backlog de proyectos DS49 de alrededor del 5% (ver Anexo 12)

Cabe mencionar, que el alza de la tasa de los créditos de vivienda (Anexo 17) se está incorporando en las proyecciones que se realizaron para la unidad de negocio Inmobiliaria Aconcagua, donde esta tendencia podría generar mayor desestimiento en la escrituración, retrasando el avance de los proyectos por la caída de menores volúmenes de venta o promesamiento.

**6.1.3. Ingresos operacionales proyectados RDI (Rentas y Desarrollo Inmobiliario)**

Con una elasticidad del backlog de compraventa de 1.18 (promedio de los años 2018 y 2020, no se consideró el 2019 porque es un resultado atípico con resultados negativos), se espera un crecimiento del backlog de compraventa de terrenos en un intervalo del 5% al 6% para los años 2023-2025.

Adicionalmente, se considera un ingreso anual de renta inmobiliaria por la administración de más de 800 hectáreas de alrededor de 940 MUF (promedio histórico entre los años del 2017-2020) que se usará para las proyecciones del 2022 al 2025 (ver Anexo 13)

A continuación, mostraremos los ingresos proyectados de Salfacorp considerando las 3 unidades de negocio y sus subunidades:

**Tabla 31. Ingresos proyectados de SALFACORP**

<b>En MUF</b>	<b>A Set-21</b>	<b>4T-21</b>	<b>Dic-21</b>	<b>Dic-22</b>	<b>Dic-23</b>	<b>Dic-24</b>	<b>Dic-25</b>
<b>ICSA</b>	<b>13,762</b>	<b>4,574</b>	<b>18,336</b>	<b>21,865</b>	<b>18,457</b>	<b>18,434</b>	<b>19,994</b>
Montajes	6,309	2,816	9,125	8,989	8,648	9,064	9,564
Proyectos & Servicios a la Minería	2,862	643	3,505	4,575	2,956	2,566	3,245
Construcción	3,245	(41)	3,204	4,529	4,351	4,148	4,214
Perú	1,314	1,188	2,502	3,773	2,502	2,656	2,971
Otros	31	(31)	0	0	0	0	0
<b>ACONCAGUA</b>	<b>2,900</b>	<b>1,331</b>	<b>4,231</b>	<b>4,243</b>	<b>4,003</b>	<b>4,363</b>	<b>4,582</b>
Casas & Dptos 4P	458	824	1,282	865	993	1,057	1,101
Edificios	247	337	585	446	480	496	507
Vivienda c/Subsidio (DS19/01)	693	7	700	1,023	1,228	1,386	1,613
Proyectos DS49	1,234	431	1,664	1,909	1,302	1,424	1,361
Otros Ingresos	267	(267)	0	0	0	0	0
<b>RDI (Rentas y Desarrollo Inmobiliario)</b>	<b>39</b>	<b>854</b>	<b>893</b>	<b>1,187</b>	<b>1,205</b>	<b>1,218</b>	<b>1,236</b>
<b>Ajustes Salfacorp y eliminaciones</b>	<b>(198)</b>	<b>198</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>16,502</b>	<b>6,958</b>	<b>23,460</b>	<b>27,295</b>	<b>23,666</b>	<b>24,016</b>	<b>25,811</b>

Fuente: Elaboración propia con información de CMF

La unidad de Montaje-ICSA se observa que es el más representativo y la proyección de sus ingresos influye en el precio de la acción.

## 6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

En esta sección, proyectamos los costos y gastos operacionales, considerando que las partidas en cada unidad de negocio, ICSA, IACO y RDI, siguen la misma tendencia del comportamiento de los ingresos, la misma que está afectada por el control de costos que Salfacorp ejerce en la ejecución de los proyectos. Es decir, la proyección de los costos y gastos operacionales estarán determinados por el ratio de costo histórico sobre la venta por cada partida y subpartida de la unidad de negocio.

Para el periodo 2017 a setiembre 2021, la unidad de negocio de ICSA tuvo un ratio de costo de venta del 92% al 94% (ver Tabla 17), por su parte el ratio de costo/venta en IACO estuvo entre el 81% al 88% (ver Tabla 18). Finalmente, la unidad de RDI, tuvo un ratio de costo/venta del 73% al 93% para el mismo periodo (ver Tabla 19).

Se espera que desde el 2021, Salfacorp mantenga sus tres unidades de negocio (ICSA, IACO y RDI) conservando la estrategia de integración de los negocios de Inmobiliaria y

Edificación en una sola unidad de negocio IACO. Por esa razón, se estima mantener el mismo ratio de costos históricos para las subpartidas como Costos Directos, Costos de Personal y Costos Inmobiliarios sobre la venta por cada unidad de negocio.

Los costos directos en la unidad de negocio ICSA representa el 39% del total de ingreso mientras para IACO, el ratio de costo directo es un 66%. Por otra parte, los costos de personal en ICSA representan el 50% de los ingresos, mientras en IACO el ratio de Costo de Personal es de sólo 14% (como se puede apreciar en la Tabla 32).

Respecto a los gastos operacionales, se está considerando que para las partidas de otros ingresos y otras ganancias tiene una mínima variación con respecto a los ingresos, y en el caso de los gastos generales de administración se mantendrán constantes.

**Tabla 32. Costos y gastos operacionales proyectados de SALFACORP**

En MUF	A Set-21	4T-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Ratio Histórico 2017-2020
<b>ICSA</b>	<b>(12,626)</b>	<b>(4,246)</b>	<b>(16,873)</b>	<b>(20,298)</b>	<b>(17,135)</b>	<b>(17,113)</b>	<b>(18,561)</b>	
Costos directos	(5,945)	(1,789)	(7,735)	(8,554)	(7,221)	(7,212)	(7,822)	-39%
Costos del personal	(6,154)	(2,267)	(8,420)	(10,835)	(9,147)	(9,135)	(9,908)	-50%
Costos inmobiliarios	(274)	(103)	(377)	(494)	(417)	(416)	(451)	-2%
D&A	(253)	(87)	(340)	(415)	(350)	(350)	(379)	-2%
<b>ACONCAGUA</b>	<b>(2,405)</b>	<b>(1,145)</b>	<b>(3,550)</b>	<b>(3,650)</b>	<b>(3,443)</b>	<b>(3,753)</b>	<b>(3,941)</b>	
Costos directos	(1,868)	(884)	(2,752)	(2,817)	(2,657)	(2,897)	(3,042)	-66%
Costos del personal	(419)	(184)	(602)	(586)	(553)	(603)	(633)	-14%
Costos inmobiliarios	(116)	(77)	(193)	(245)	(232)	(252)	(265)	-6%
D&A	(2)	(0)	(3)	(1)	(1)	(2)	(2)	0%
<b>RDI (Rentas y Desarrollo Inmobiliario)</b>	<b>(37)</b>	<b>(722)</b>	<b>(759)</b>	<b>(1,003)</b>	<b>(1,019)</b>	<b>(1,030)</b>	<b>(1,044)</b>	-85%
<b>Ajustes Salfacorp y eliminaciones</b>	<b>191</b>	<b>(192)</b>	<b>(1)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>TOTAL COSTOS DE VENTA</b>	<b>(14,877)</b>	<b>(6,306)</b>	<b>(21,183)</b>	<b>(24,951)</b>	<b>(21,597)</b>	<b>(21,896)</b>	<b>(23,546)</b>	
Otros ingresos, por función	12	2	14	10	8	8	9	0%
Costos de distribución	(53)	(19)	(71)	(60)	(56)	(61)	(64)	0%
Gastos del personal	(441)	(171)	(611)	(783)	(685)	(698)	(749)	
Gastos generales de administración	(202)	60	(142)	(368)	(368)	(368)	(368)	
Gastos de mercadotecnia	(55)	(29)	(83)	(96)	(87)	(91)	(96)	
Otros gastos, por función	0	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)	(4)	
Otras ganancias (pérdidas)	(29)	(3)	(32)	(14)	(11)	(11)	(12)	
Depreciación y Amortización	(70)	(2)	(72)	(42)	(38)	(39)	(42)	
<b>TOTAL GASTOS OPERACIONALES</b>	<b>(838)</b>	<b>(162)</b>	<b>(999)</b>	<b>(1,358)</b>	<b>(1,241)</b>	<b>(1,265)</b>	<b>(1,327)</b>	
<b>TOTAL COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES</b>	<b>(15,715)</b>	<b>(6,468)</b>	<b>(22,182)</b>	<b>(26,309)</b>	<b>(22,838)</b>	<b>(23,161)</b>	<b>(24,874)</b>	

Fuente: Elaboración propia con información de CMF

Para calcular los gastos de depreciación y mantener los niveles de activo fijo, Salfacorp invertirá a una tasa histórica del 77% de Capex/Depreciación más amortización (promedio que resulta de los años 2017-2020), ver anexo 14.

### 6.3. Resultado no operacional proyectado

En esta sección, el resultado no operacional proyectado que se obtiene es el siguiente:

**Tabla 33. Resultado no operacional proyectado de SALFACORP**

En MUF	A Set-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Ratio Histórico 2017-2019
Resultado financiero neto	(201)	(301)	(309)	(309)	(309)	(309)	(294)
ICSA	(163)	(214)	(214)	(214)	(214)	(214)	(214)
ACONCAGUA	(42)	(89)	(89)	(89)	(89)	(89)	(89)
RDI (Rentas y Desarrollo Inmobiliario)	3	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Salfacorp y ajustes	1	8	0	0	0	0	0
Participación en las ganancias (pérdidas) de negocios conjuntos	257	352	368	321	327	351	
ICSA	154	213	279	235	235	255	1.28%
ACONCAGUA	95	118	71	67	73	76	1.67%
RDI (Rentas y Desarrollo Inmobiliario)	6	20	19	19	19	19	1.56%
Salfacorp y ajustes	0	2	0	0	0	0	0.71%
Diferencias de cambio	46	13	13	13	13	13	13
Resultados por unidades de reajuste	1	(64)	(64)	(64)	(64)	(64)	(64)
<b>TOTAL RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	<b>102</b>	<b>(1)</b>	<b>8</b>	<b>(39)</b>	<b>(33)</b>	<b>(9)</b>	

Fuente: Elaboración propia con información de CMF

Los resultados no operacionales están conformados por los Resultados Financiero Neto, Participación en las ganancias de negocios conjuntos, Diferencias de cambio y Resultados por unidades de reajuste. Desde el 2017 al 2019, los resultados financieros han tenido un promedio de 294 mil UF, así como 13 mil UF y 64 mil UF para las partidas de Diferencias de cambio y Resultados por reajuste respectivamente. Siendo éstas dos últimas partidas, cuyos resultados históricos han tenido variación mínima, por lo que mantenemos el supuesto de que éstos se va a mantener para los próximos años.

Por otra parte, se observa que los resultados históricos de la cuenta de Participación en las ganancias de negocios conjuntos determinan un resultado favorable debido a que Salfacorp tiene participación en otros negocios mediante asociaciones, por lo que se



estima que, para los siguientes años, esta cuenta de participación conjunta estará en función del porcentaje histórico de esta partida. (ver Tabla 33). Esta característica del negocio de Salfacorp hace que se considere como recurrente a esta cuenta, dado que Salfacorp tiene la particularidad de ejecutar proyectos continuos con otras sociedades y sus resultados tienen una gran influencia en sus resultados finales. Por tanto, esta cuenta se considera como partida adicional operacional al EBIT en la proyección del flujo de caja libre.

#### 6.4. Impuesto corporativo proyectado

A continuación, mostramos el impuesto corporativo proyectado:

**Tabla 34. Impuesto corporativo proyectado de SALFACORP**

En MUF	A Set-21	4T-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
ICSA	(69)	(33)	(102)	(195)	(145)	(144)	(167)
ACONCAGUA	(43)	(3)	(47)	(45)	(39)	(48)	(53)
RDI (Rentas y Desarrollo Inmobiliario)	5	(4)	1	(35)	(35)	(36)	(37)
Salfacorp y ajustes	(6)	1	(4)	6	6	6	6
<b>TOTAL</b>	<b>(113)</b>	<b>(39)</b>	<b>(151)</b>	<b>(268)</b>	<b>(213)</b>	<b>(222)</b>	<b>(251)</b>

Para ello se ha considerado como supuesto que para la estimación del 2021 se considera el impuesto histórico (que incluye impuestos diferidos, ver anexo 15) y a partir del 2022 se está tomando en cuenta un impuesto corporativo de 27%.

#### 6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Finalmente, en esta sección, obtendremos el Estado de Resultados proyectado de Salfacorp:

**Tabla 35. Estado de resultados proyectado de SALFACORP**

<b>En MUF</b>	<b>Dic-21</b>	<b>Dic-22</b>	<b>Dic-23</b>	<b>Dic-24</b>	<b>Dic-25</b>
Ingresos	23,460	27,295	23,666	24,016	25,811
Costo de venta	(21,183)	(24,951)	(21,597)	(21,896)	(23,546)
<b>Resultado bruto</b>	<b>2,277</b>	<b>2,344</b>	<b>2,069</b>	<b>2,120</b>	<b>2,265</b>
Costo de distribución	(71)	(60)	(56)	(61)	(64)
Gastos de administración	(826)	(1,194)	(1,091)	(1,106)	(1,159)
Gastos de mercadotecnia	(83)	(96)	(87)	(91)	(96)
Otros ingresos por función	14	10	8	8	9
Otros gastos por función	(1)	(4)	(4)	(4)	(4)
Otras ganancias (pérdidas)	(32)	(14)	(11)	(11)	(12)
<b>EBITDA</b>	<b>1,693</b>	<b>1,445</b>	<b>1,218</b>	<b>1,246</b>	<b>1,361</b>
Depreciación y Amortización	415	459	389	391	423
<b>EBIT</b>	<b>1,277</b>	<b>986</b>	<b>828</b>	<b>855</b>	<b>938</b>
Resultado financiero neto	(301)	(309)	(309)	(309)	(309)
Participación en asociadas	352	368	321	327	351
Diferencias de cambio	13	13	13	13	13
Resultado por reajustes	(64)	(64)	(64)	(64)	(64)
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1,277</b>	<b>994</b>	<b>789</b>	<b>822</b>	<b>928</b>
Impuesto a las ganancias	(151)	(268)	(213)	(222)	(251)
<b>Resultado neto</b>	<b>1,126</b>	<b>726</b>	<b>576</b>	<b>600</b>	<b>678</b>

*Fuente: Elaboración propia con información de CMF*

Las proyecciones que se observan en la Tabla 35, presentan una caída para el 2023, básicamente por la proyección de la economía que se tiene para ese mismo año.

Al ser Salfacorp una de las empresas más importantes que se encuentra en uno de los principales sectores económicos como es el de la construcción, sus resultados financieros se ven influenciados por el comportamiento de la economía, es por ello que, de acuerdo a las proyecciones macroeconómicas del Banco Central, en el 2023 presentaría una caída (como se observa en sus resultados netos, lo cual afectarían los niveles de backlog proyectados) pero que mejorará a partir del 2024. Adicionalmente, con respecto al sector minero, el precio de los commodities como el cobre, también tiene una proyección negativa para el 2023, lo cual también afecta a los resultados de la compañía.

Se estima fortalecer su participación de mercado en Chile y seguir aplicando su estrategia de expansión internacional como Perú.

## 6.6. Estado de resultados proyectado porcentual (como % de los ingresos)

A continuación, el Estado de resultados proyectado porcentual, que nos da una visibilidad de cuánto es la ponderación de cada una de las partidas que la conforman con respecto a los ingresos que se proyectaron:

**Tabla 36. Estado de resultados proyectados porcentual de SALFACORP**

Estado de Resultados en %	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de venta	-90.3%	-91.4%	-91.3%	-91.2%	-91.2%
<b>Resultado bruto</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.8%</b>
Costo de distribución	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
Gastos de administración	-3.5%	-4.4%	-4.6%	-4.6%	-4.5%
Gastos de mercadotecnia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Otros ingresos por función	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros gastos por función	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otras ganancias (pérdidas)	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>EBITDA</b>	<b>7.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.3%</b>
Depreciación y Amortización	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
<b>EBIT</b>	<b>5.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.6%</b>
Resultado financiero neto	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	-1.2%
Participación en asociadas	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
Diferencias de cambio	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
Resultado por reajustes	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>5.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.6%</b>
Impuesto a las ganancias	-0.6%	-1.0%	-0.9%	-0.9%	-1.0%
<b>Resultado neto</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>

*Fuente: Elaboración propia con información de CMF*

La representación porcentual que se realiza de cada partida con respecto a los ingresos refleja que se mantienen los porcentajes debido a que las proyecciones fueron construidas en función de promedio históricos.

Los costos de venta compuestos por costo de personal, costos directos y costos inmobiliarios son el principal componente representando el 91.2% en promedio con respecto a los ingresos.

## 7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 7.1. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

A continuación, mostraremos la variación del capital de trabajo operativo neto obtenido:

**Tabla 37. Capital de trabajo operativo neto proyectado**

CTON proyectado	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos proyectados (MUF)	23,460	27,295	23,666	24,016	25,811
RCTON proyectado (%)	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
<b>CTON proyectado (MUF)</b>	<b>4,031</b>	<b>4,690</b>	<b>4,067</b>	<b>4,127</b>	<b>4,435</b>

<b>Variación CTON</b>	<b>-659</b>	<b>624</b>	<b>-60</b>	<b>-308</b>	<b>0</b>
-----------------------	-------------	------------	------------	-------------	----------

*Fuente: Elaboración propia*

En la Tabla 37, estamos trabajando bajo el supuesto de que el capital de trabajo operativo neto depende de los ingresos, por lo que si la proyección de los ingresos presenta un crecimiento, la compañía debería requerir nuevas necesidades de capital de trabajo, caso contrario, cuando la compañía presente una caída de sus ingresos, puede liberar parte de ese capital de trabajo como se puede observar en la Tabla 38.

**Tabla 38. Inversión o liberación de CTON proyectada**

En MUF	4T-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Inversión CTON	-659	624	-60	-308	0

*Fuente: Elaboración propia*

### 7.2. Inversión en reposición

En la Política de Inversión y Financiamiento de la Memoria 2020 de Salfacorp: "...el negocio de Desarrollo y Gestión Inmobiliaria, destina sus inversiones a terrenos para el desarrollo de su negocio inmobiliario, con el propósito de contar con los activos necesarios para atender a sus mercados objetivos en las ubicaciones determinadas en su Plan de Desarrollo Estratégico, y la construcción de proyectos inmobiliarios. Estos activos provienen en su mayoría del negocio de Rentas. Mientras el negocio de Ingeniería y Construcción destina sus inversiones a maquinarias y equipos, siendo la política como mínimo reinvertir la depreciación del ejercicio anterior, la reposición normal

de activos operacionales, modernizaciones y nuevas instalaciones para ampliar y mejorar la capacidad productiva”. Con ello, para proyectar la inversión en reposición, analizaremos las inversiones en propiedad, planta y equipo e intangibles:

**Tabla 39. Análisis histórico - Inversiones en PPE e intangibles de Salfacorp**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21
Compras de propiedad, planta y equipos	419	147	249	205	231
Compras de activos intangibles	22	25	29	24	14
Depreciación y amortización	341	324	409	389	326
<b>Compras totales / Depreciación y amortización (%)</b>	<b>129%</b>	<b>53%</b>	<b>68%</b>	<b>59%</b>	<b>75%</b>

<b>Promedio (2018-2020)</b>	60%
-----------------------------	-----

*Fuente: Elaboración propia con información de CMF*

De la Tabla 39, obtenemos que la inversión en reposición será el 60% de la depreciación y amortización proyectada (no se consideró el año 2017, debido a que el ratio compras totales/depreciación salió fuera del promedio como consecuencia de unas adiciones netas de activo fijo principalmente de la Unidad ICESA como se aprecia en el Análisis Razonado 2017 de Salfacorp-página 12) como se mostró en el Estado de Resultados proyectado (Tabla 35 - sección 6.5) para los años 2022 al 2024. A partir del 2025, consideraremos como inversión en reposición el 100% de la depreciación y amortización de acuerdo a su política de inversión mencionada en el punto 7.1.

A continuación, mostraremos la depreciación y amortización que se había proyectado anteriormente:

**Tabla 40. Proyección de depreciación y amortización proyectada de Salfacorp**

En MUF	4T-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos proyectados	6,958	23,460	27,295	23,666	24,016	25,811
% sobre ventas	1%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Total depreciación y amortización</b>	<b>90</b>	<b>415</b>	<b>459</b>	<b>389</b>	<b>391</b>	<b>423</b>

*Fuente: Elaboración propia*

De lo anteriormente mencionado, obtenemos la inversión en reposición proyectada:

**Tabla 41. Proyección de inversión en reposición**

En MUF	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Inversión en reposición	249	275	233	234	423

*Fuente: Elaboración propia*

### 7.3. Nuevas inversiones de capital

En esta sección proyectaremos las nuevas inversiones en base a las inversiones históricas realizadas (dado que, a la fecha de valoración, la empresa no ha publicado sus nuevas inversiones de capital en sus Hechos Esenciales) y su relación con los ingresos operacionales históricos como se muestra a continuación:

**Tabla 42. Análisis histórico - PPE e intangibles**

Análisis histórico - PPE e intangibles	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sep-21
PPE e intangibles (MUF)	1,735	1,770	2,002	1,916	2,137
Ingresos (MUF)	22,199	23,876	24,913	13,301	16,502
PPE / Ingresos (%)	8%	7%	8%	14%	13%
<b>Promedio 2017-2020</b>	<b>9%</b>				
Promedio 2019-2020	11%				

*Fuente: Elaboración propia*

De la Tabla 42, hemos considerado el promedio 2017-2020 del ratio PPE/Ingresos, por ser más conservador y contener el periodo previo al estallido social y a la pandemia. Con lo anterior, procederemos a proyectar la PPE e intangibles y obtendremos las variaciones correspondientes a cada año (ver Tabla 43):

**Tabla 43. Proyección de PPE e intangibles**

Proyección de PPE e intangibles	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos (MUF)	23,460	27,295	23,666	24,016	25,811
PPE / Ingresos (%)	9%	9%	9%	9%	9%
PPE e intangibles (MUF)	2,209	2,570	2,229	2,262	2,431
<b>Variación (MUF)</b>	<b>-361</b>	<b>342</b>	<b>-33</b>	<b>-169</b>	

*Fuente: Elaboración propia*

Como se observa en la Tabla 43, la PPE e intangibles está calculada como un % de los ingresos, y éstos a su vez están alineados a las proyecciones de la economía del país, es por ello que se observa una recuperación de la cuenta PPE a partir del 2024.

**Tabla 44. Inversión de crecimiento proyectada**

En MUF	4T-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Nuevas inversiones	-361	342	-33	-169	0

*Fuente: Elaboración propia*

#### 7.4. Valor terminal

El valor terminal o perpetuidad recoge el valor futuro de los flujos de caja esperados en el resto de vida de la compañía. En este caso, a partir del 2025 se trabaja bajo el supuesto de que el valor terminal desde el periodo del 2026 es igual al flujo de caja del 2025 y que se considera sin crecimiento durante el periodo implícito.

Este supuesto está relacionado con el mercado altamente competitivo en el que se desenvuelve Salfacorp y se espera que a partir del 2025 el mercado de Ingeniería y Construcción se vuelve más competitivo por lo que los esfuerzos de Salfacorp será para mantener los niveles de ingreso y eficiencia en costo que le permitirá mantener al menos su participación de mercado actual. Asimismo, se estima que la compañía a partir del 2025, no realice grandes inversiones en activos que incrementen sus flujos de ingreso, dado que sus ingresos provienen de la ejecución de proyectos y que éstos dependerán de las expectativas de crecimiento de la economía donde opere en ese periodo. Mantenemos el supuesto que sus inversiones a partir del periodo implícito serán sólo el de reposición de maquinaria y equipos acorde a la política de inversión y financiamiento de la empresa.

#### 7.5. Flujos de caja libre proyectados

Luego de proyectar los Estados de Resultados para los próximos 5 años así como las inversiones de acuerdo a los supuestos antes mencionados, para calcular los flujos de caja libre proyectados se utilizará como punto de partida el resultado operacional o EBIT (después de impuestos, incluyendo previamente las participaciones en asociadas

conjuntas), más depreciación y amortización; descontando la inversión en reposición (a partir del 2026, se está considerando el 100% de la depreciación y amortización), así como descontando las nuevas inversiones en capital físico y la liberación/inversión de capital de trabajo, para obtener los flujos de caja libre como se muestra a continuación:

**Tabla 45. Flujos de caja libre proyectados**

En MUF	4T-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>EBIT o resultado operacional (antes de los impuestos)</b>	<b>491</b>	<b>986</b>	<b>828</b>	<b>855</b>	<b>938</b>	<b>938</b>
+ Participación en asociadas	95	368	321	327	351	351
<b>EBIT * (después de los impuestos)</b>	<b>428</b>	<b>989</b>	<b>839</b>	<b>863</b>	<b>941</b>	<b>941</b>
+ Depreciación y amortización	90	459	389	391	423	423
- Inversión en reposición	-54	-275	-233	-234	-423	-423
- Inversión en capital físico (nuevas inversiones)	-361	342	-33	-169	0	0
+/- Liberación (Inversión) de CTON	-659	624	-60	-308	0	0
<b>Flujos de caja libre</b>	<b>-556</b>	<b>2,138</b>	<b>902</b>	<b>542</b>	<b>941</b>	<b>941</b>

Fuente: Elaboración propia

## 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

### 8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Con todo lo antes mencionado, procederemos a descontar los flujos de caja (considerando una tasa WACC de 5.41%) y así poder reflejar el valor presente de la compañía:

**Tabla 46. Valor presente de los flujos de caja libre proyectados**

En MUF	4T-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Flujos de caja libre proyectado	-556	2,138	902	542	941	941
Valor terminal al 2025					17,372	
<b>Valor presente FCL</b>	<b>-549</b>	<b>2,001</b>	<b>801</b>	<b>456</b>	<b>14,636</b>	
<b>Valor presente total</b>	<b>17,346</b>					

Fuente: Elaboración propia



El valor presente obtenido al 30 de setiembre del 2021 es de 17,346 miles de UF, dicho monto es una aproximación del valor económico que generan los activos operacionales de la compañía.

## 8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Si bien tenemos una proyección del CTON al 31 de diciembre del 2021, debemos evaluar si a la fecha de valoración, Salfacorp tiene o no un exceso o déficit en relación al capital de trabajo neto real al 30 de setiembre 2021.

**Tabla 47. Exceso o Déficit de CTON**

En MUF	
CTON real al 30 de setiembre del 2021	3,339
CTON proyectado al 31 de diciembre del 2021	4,031
<b>Exceso o Déficit de CTON</b>	<b>-693</b>

*Fuente: Elaboración propia*

La Tabla 47 nos muestra un déficit del capital de trabajo de 693 MUF donde la inversión en capital de trabajo operativo está por debajo de lo proyectado, dado que el CTON a diciembre 2021 proyectado era 4,031 miles de UF mientras que a la fecha de la valoración había un CTON de 3,339 miles de UF.

## 8.3. Activos prescindibles y otros activos

En esta parte, tal como se revisó en la sección 5.5.1, donde se identificaron entre los activos corrientes y no corrientes, cuáles de ellos eran no operaciones y por tanto, poder listar cuáles eran los activos prescindibles, cuyos resultados a la fecha de valoración son los siguientes:

**Tabla 48. Activos prescindibles**

En MUF	Activo	Set-21
Corrientes	Otros activos financieros, corrientes	22
No corrientes	Otros activos financieros, no corrientes	44
	Activos por impuestos no corrientes	1,515
	Activos por impuestos diferidos	2,438
<b>Activos prescindibles, total</b>		<b>4,019</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Adicionalmente, añadiremos al resultado anterior a la inversión en otros activos como se aprecia a continuación, con la finalidad de poder calcular el valor total de los activos:

**Tabla 49. Activos prescindibles e inversión en otros activos**

<b>En MUF</b>	
Activos prescindibles	4,019
Otros activos	-72
<b>Total</b>	<b>3,947</b>

*Fuente: Elaboración propia*

#### 8.4. Valorización económica de la empresa

Finalmente, en esta sección estimaremos el precio de la acción en UF y en pesos chilenos, cuyo cálculo se realizará a partir del valor total de activos descontado de la deuda financiera para estimar el patrimonio económico y dividido por el número de las acciones como se muestra en detalle a continuación:

**Tabla 50. Valoración económica**

<b>Al 30 de setiembre del 2021</b>	
Valor presente FCL (en UF)	17,345,556
Exceso (déficit) CTON (en UF)	-692,593
Activos prescindibles y otros activos (en UF)	3,946,761
<b>Valor total de activos (en UF)</b>	<b>20,599,724</b>
Deuda financiera (en UF)	-15,371,709
<b>Patrimonio económico (en UF)</b>	<b>5,228,015</b>
Número de acciones	449,900,787
Precio acción estimado (en UF)	0.0116
<b>Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)</b>	<b>349.6</b>
Precio acción real en CLP	313.3
<b>Diferencia de precios (en %)</b>	<b>12%</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Se observa que el precio de la acción estimado por el método de flujos de caja descontado resulta ser 349.6 CLP, lo cual es un 12% por encima del precio de mercado a la fecha de valoración (313.3 CLP). Este resultado es explicado bajo los supuestos utilizados en el presente trabajo. Como observamos en la Tabla 46, los flujos son positivos a partir del 2022, estas proyecciones son el resultado del análisis por unidad

de negocio para el cálculo de los ingresos sobre todo en ICSA cuya unidad de negocio representa más del 70% de los ingresos de la compañía. Cabe mencionar que ICSA tiene tres segmentos importantes cuyos ingresos están relacionados al comportamiento de la economía (ICSA Montaje) y a los precios del cobre (ICSA Minería) que van a determinar el backlog de inicio de cada año. Para el caso de ICSA Montaje, la proyección de los ingresos se basó en una elasticidad de crecimiento Backlog /PBI Chile de 1.08, que fue el promedio del 2017 al 2019 (periodo antes de la pandemia) manteniendo un grado de ejecución del 52% de su backlog de inicio de cada año. Asimismo, con una elasticidad Backlog/Precio del cobre del 3.7, consideramos a ICSA Minería como un segmento importante del negocio del Salfacorp cuyos ingresos se van a ver influenciados a la tendencia alcista del precio del cobre desde el 2023 acorde a las proyecciones del Banco Central de Chile. Finalmente, en el tercer segmento de ICSA que es el Área Internacional se consideró una elasticidad de crecimiento Backlog /PBI Perú de 5.1

**Gráfico 4. Precio histórico de la acción SALFACORP en CLP (método de valoración por flujo de caja descontado)**



## 8.5. Análisis de sensibilidad

En esta sección, mostraremos cuatro análisis de sensibilidad con la finalidad de ver cómo se comporta la tasa WACC ante cambios de la prima por riesgo de mercado (PRM) y la estructura de capital (B/V), la tasa WACC ante cambios del crecimiento de los ingresos de la unidad de negocio ICSA Montaje y finalmente el precio de la acción ante cambios de la elasticidad del backlog en ICSA (en las áreas de Minería y Montaje).

Como se observa en la Tabla 51, se puede apreciar que la tasa WACC es más sensible ante cambios de la prima por riesgo de mercado (PRM) que a cambios en la estructura de capital (B/V).

**Tabla 51. Sensibilidad de la tasa WACC**

		PRM				
		3.4%	4.4%	5.40%	6.40%	7.40%
B/V	39.3%	3.92%	4.36%	4.80%	5.25%	5.69%
	49.3%	4.22%	4.67%	5.11%	5.55%	6.00%
	59.3%	4.53%	4.97%	<b>5.41%</b>	5.86%	6.30%
	69.3%	4.83%	5.28%	5.72%	6.16%	6.61%
	79.3%	5.14%	5.58%	6.02%	6.47%	6.91%

*Fuente: Elaboración propia*

A continuación, en la Tabla 52 se muestra el comportamiento del precio de la acción ante las variaciones de la tasa WACC:

**Tabla 52. Sensibilidad del precio de la acción ante cambios del WACC**

WACC	Precio Acción	Var%
3.61%	926.4	165%
4.21%	679.4	94%
4.81%	494.0	41%
5.41%	<b>349.6</b>	0%
6.01%	234.1	-33%
6.61%	139.5	-60%
7.21%	60.7	-83%

*Fuente: Elaboración propia*

En vista que la unidad de negocio ICSA (Montaje) es la más representativa para Salfacorp por los ingresos que ésta genera, se consideró analizar el comportamiento del precio de la acción ante cambios en los ingresos de esta unidad mientras la tasa WACC varía, como se observa en la Tabla 53, donde el precio de la acción es más sensible a la tasa WACC que al crecimiento de los ingresos de su principal segmento de negocio:

**Tabla 53. Sensibilidad del precio de la acción ante cambios del crecimiento de los Ingresos de la unidad de negocio ICSA (Montaje) y WACC**

		Crecimiento Ingreso ICSA-Montaje				
		3.64%	4.64%	5.64%	6.64%	7.64%
WACC	3.41%	1,019.7	1,023.8	1,028.0	1,032.2	1,036.3
	4.41%	606.3	609.1	612.0	614.8	617.7
	5.41%	345.5	347.6	<b>349.6</b>	351.7	353.8
	6.41%	166.0	167.6	169.1	170.6	172.1
	7.41%	35.0	36.1	37.2	38.4	39.5

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, tomando en cuenta otra área de negocio importante dentro de ICSA como es Minería, en la Tabla 54 podemos apreciar que el precio de la acción es más sensible a la elasticidad del backlog del área de negocio Montaje en comparación a la del área de negocio de Minería:

**Tabla 54. Sensibilidad del precio de la acción ante cambios de la elasticidad del Backlog en ICSA (en las áreas de Montaje y Minería)**

		Elasticidad Backlog ICSA-Montaje				
		0.58	0.83	1.08	2.08	3.08
Elasticidad Backlog ICSA-Minería	3.20	340.7	344.9	349.1	366.3	383.9
	3.45	341.0	345.2	349.4	366.6	384.2
	3.70	341.2	345.4	<b>349.6</b>	366.8	384.4
	4.70	342.1	346.3	350.5	367.7	385.3
	5.70	342.8	347.0	351.2	368.4	386.0

## **9. RIESGOS DE SALFACORP**

### **9.1. Riesgos de ciclos económicos**

Salfacorp al ser una empresa que se desenvuelve en el sector de Ingeniería y Construcción, sus ingresos están asociados al comportamiento cíclico de la economía, es por ello que se ha incorporado entre los supuestos las proyecciones de las expectativas del PIB publicada por el Banco Central de Chile aplicado a un comportamiento histórico de las elasticidades del backlog de cada año. En ese sentido, si las proyecciones de la economía sufrieran alguna variación positiva o negativa, esto afectaría en el mismo sentido a los resultados de las proyecciones de ingresos y de los flujos de caja que se construyeron bajo este supuesto de la proyección del PBI.

### **9.2. Riesgos políticos**

Tanto con respecto a lo que ocurre en el contexto político de Chile así como en los países donde opera Salfacorp, ejemplo Perú, la coyuntura política puede afectar la operatividad del negocio, como puede ser que surjan cambios en los presupuestos de fomento de la vivienda social DS49 o incrementos en la tasa del IVA, lo cual afectaría directamente a la operatividad de la unidad de negocio del sector inmobiliario. Por otra parte, la decisión de la nueva constitución genera incertidumbre respecto a las expectativas de crecimiento y con ello podría reducir los niveles esperados de la inversión privada o inversión extranjera directa, a su vez afectarían los niveles de backlog necesarios para mantener los ingresos esperados que se necesita para el sostenimiento de la empresa.

### **9.3. Riesgos operacionales**

En los proyectos extremadamente complejos con un diseño de ingeniería a la cual Salfacorp aún no tenga experiencia o la confianza necesaria para ejecutarlo por sí solo, la empresa opta por mitigar el riesgo operativo a través de la ejecución de los proyectos de su backlog a través de *Joint Venture* con otras empresas de mayor envergadura, en donde se comparte *know how* así como se gana experiencia para poder presentarse en la ejecución propia de futuros proyectos.

Por otro lado, dado que las obras donde opera Salfacorp son de gran envergadura y complejidad, los siniestros en los proyectos son cubiertos a través de pólizas de los equipos que tiene en activo fijo, es importante mencionar que Salfacorp según informa en sus estados financieros tiene como política mantener el 50% de la maquinaria estratégica como activo fijo con ello le permite dar continuidad a las obras.

#### **9.4. Riesgos de precios en insumos de construcción**

En el anexo 16 se puede apreciar cómo el índice de precios de materiales e insumos de construcción se ha incrementado en aproximadamente 31% (setiembre 2021 vs enero 2017) según datos publicados por la Cámara de Comercio de la Construcción. Esta tendencia alcista de los precios de los materiales se puede mantener o cambiar de acuerdo con el comportamiento de la oferta y la demanda de estos materiales, lo cual afectarían a las proyecciones de ingresos y los flujos de caja. Pero para ello, Salfacorp como lo menciona en sus estados financieros “tiene como estrategia fijar el precio de los principales insumos de cada oferta en el mismo instante en que se formaliza la oferta a sus clientes”.

## CONCLUSIONES

La fecha de valoración de la empresa Salfacorp S.A. fue al 30 de setiembre 2021, un periodo donde los estragos de la pandemia aún se sentían en el mercado local como internacional. La reactivación económica fue lenta y aunado a la incertidumbre política, todo ello hizo que los proyectos del sector construcción se retrasen. Adicionalmente, se ha visto una tendencia al alza de los precios de materiales e insumos para la construcción (ver Anexo 16), a pesar de ello, la compañía mostró un resultado favorable en el margen operacional a la fecha de valoración que pasa de 3% (Dic-2020) a 5% en Sept-2021 (ver Tabla 22).

Con respecto a la tasa WACC se observa que es más sensible a la Prima por Riesgo de Mercado (PRM) que a la Estructura de capital objetivo (B/V). Asimismo, el precio de la acción es altamente sensible ante cambios en la tasa WACC, por lo que su cálculo debe estar claramente definido. Es decir, que ante una variación de +/-0.6% de la tasa WACC, el valor de la acción disminuye en -33% y aumenta en 41% respectivamente.

Adicionalmente, dado que consideramos que el crecimiento de los ingresos de la compañía está en función de la elasticidad del backlog (medido como el aporte porcentual en la variación del backlog por cada punto porcentual de crecimiento del PIB), encontramos que para la unidad de negocio ICESA, se observa una mayor sensibilidad al precio de la acción en el segmento Montaje que en el segmento Minería. Ello es explicado por la gran concentración de los proyectos de Montaje en la cartera total del backlog, donde por cada punto porcentual de crecimiento del PIB de Chile, el backlog por ejecutar se incrementa en 1.08. Cabe mencionar, que los cambios en la elasticidad del segmento Minería no afectan al precio de la acción, debido a la baja ponderación en la cartera de proyectos y a las proyecciones a la baja en la variación del precio del cobre. Asimismo, se observa que el precio de la acción es más sensible a variaciones de la tasa WACC que a cambios del crecimiento de los ingresos de la unidad más representativa de Salfacorp como es la unidad de negocio ICESA (Montaje), lo cual nos indica que hay una mayor rentabilidad exigida a las acciones de Salfacorp que a la propia dinámica de sus ingresos.



Por otra parte, dado que Salfacorp presenta 3 líneas de negocios bien diferenciadas e independientes, se consideró necesario realizar la estimación del crecimiento del backlog de los proyectos en los segmentos principales de las unidades de negocio, con ello obtener una proyección más precisa de los flujos que influyen en el resultado del precio de la acción estimado.

Para proyectar los Estados de resultados, se analizó el comportamiento histórico de los ingresos frente al crecimiento de la economía, encontrando que los ingresos de Salfacorp dependen del Backlog de inicio de cada año y que este backlog depende del crecimiento de la economía. Por ello, en el caso de ICSA Montaje hemos utilizado la elasticidad Backlog/PIB, ratio que se usó para la proyección de los ingresos acorde a las expectativas del crecimiento del PBI del Banco Central de Chile.

El precio estimado obtenido por el método de flujos descontados fue de 349.6 CLP superior al precio de la acción de mercado a la fecha de valoración que fue de 313.3 CLP. Resultado que muestra que el precio de la acción de la empresa estuvo subvalorado bajo los supuestos considerados; sin embargo, éstos pueden verse afectados con el comportamiento de los mercados de la construcción, inmobiliario y minería.

Cabe mencionar que los resultados son producto de supuestos basados en análisis de datos históricos y en proyecciones de indicadores económicos, por lo que ante un escenario de cambios en el sector a nivel local o internacional podrían afectar los resultados de la estimación del precio de la acción.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Chile*. (Marzo de 2022). Obtenido de [https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP\\_TASA\\_INTERES/MN\\_TASA\\_INTERES\\_09/TMS\\_16/T312?cbFechaDiaria=2021&cbFrecuencia=BUSINESS&cbCalculo=NONE&cbFechaBase=](https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T312?cbFechaDiaria=2021&cbFrecuencia=BUSINESS&cbCalculo=NONE&cbFechaBase=)
- BCI Corredor de Bolsa. (Enero de 2022). *BCI Corredor de Bolsa*. Obtenido de <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-construccion/products/salfacorp#>
- BCI Corredor de Bolsa. (Enero de 2022). *BCI Corredor de Bolsa\_ sector construcción*. Obtenido de <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-construccion/>
- Bolsa de Santiago. (Enero de 2022). *Bolsa Santiago*. Obtenido de <https://www.bolsadesantiago.com>
- Cámara Chilena de la Construcción. (2019). *Sector Construcción. Balance 2019 - Proyecciones 2020*.
- CMF -Comisión para el Mercado Financiero - 12 Mayores Accionistas. (Diciembre de 2021). Obtenido de <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=96885880&grupo=&tipoentidad=RVEML&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=5>
- Damodaran, A. (Marzo de 2022). *Damodaran online*. Obtenido de <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Feller.Rate. (Enero de 2022). *Feller.Rate Clasificadora de Riesgo*. Obtenido de <https://www.feller-rate.com/clasificacion-riesgo/13425/besalco-sa#>
- Feller.Rate. (Febrero de 2022). *Feller.Rate Clasificadora de Riesgo*. Obtenido de <https://www.feller-rate.com/general2/articulos/artconstruccioninm2201.pdf>
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor (3era edición)*. España: Gestión 2000.
- Revista Constructivo. (Enero de 2022). *Constructivo*. Obtenido de <https://constructivo.com/noticia/chile-camara-de-la-construccion-espera-debil-rendimiento-de-inversiones-en-2022-1641476333#:~:text=De%20acuerdo%20al%20reporte%20de,el%20gremio%20De%20lo%20contrario%2C>.

SALFACORP. (Enero de 2022). *SALFACORP*. Obtenido de <https://www.salfacorp.com/>

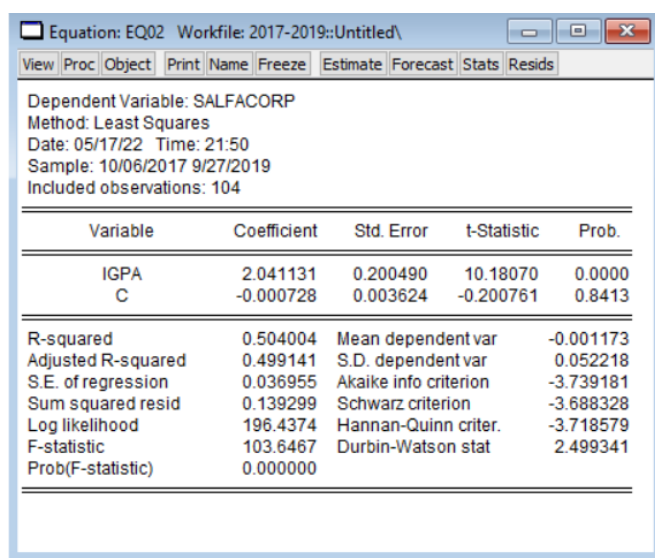
## ANEXOS

### Anexo 1: Ingresos por unidad de negocio de las principales empresas de ingeniería y construcción e inmobiliarias chilenas

Empresas	Ingresos en MUF				Ponderación de cada unidad de negocio		
	Ingeniería y Construcción	Inmobiliaria	Rentas	Total	Ingeniería y Construcción	Inmobiliaria	Rentas
Salfacorp	3,762	2,900	39	16,700	82.4%	17%	0%
Socovesa	-	6,838	19	6,857	0%	100%	0%
Paz Corp	23	1,789	20	1,832	1%	98%	1%
Besalco	10,619	2,831	-	13,450	79%	21%	0%
Echeverría Izquierdo	9,382	562	11	9,955	94%	6%	0%
Ingevec	4,805	220	5	5,030	96%	4%	0%
Moller y Pérez Cotapos	1,258	1,929	-	3,187	39%	61%	0%

Fuente: Elaboración propia con información de los EERR de las empresas (CMF) al 30 de setiembre del 2021

### Anexo 2: Resultados del beta del periodo 2017-2019 (antes del estallido y de la pandemia)



Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IGPA	2.041131	0.200490	10.18070	0.0000
C	-0.000728	0.003624	-0.200761	0.8413

R-squared	0.504004	Mean dependent var	-0.001173
Adjusted R-squared	0.499141	S.D. dependent var	0.052218
S.E. of regression	0.036955	Akaike info criterion	-3.739181
Sum squared resid	0.139299	Schwarz criterion	-3.688328
Log likelihood	196.4374	Hannan-Quinn criter.	-3.718579
F-statistic	103.6467	Durbin-Watson stat	2.499341
Prob(F-statistic)	0.000000		

Fuente: Elaboración propia con el programa Eviews

### Anexo 3: YTM del bono de más largo plazo (serie G)

#### Fixed Rate Bond Calculator FRB

CLBSALFG=RRPS

#### Horizon

Trade Date Wed Sep 29 2021 00:00:00 GMT-0500 (hora estándar de Perú)

Start Date Thu Sep 30 2021 00:00:00 GMT-0500 (hora estándar de Perú)

End Date Mon Nov 15 2021 00:00:00 GMT-0500 (hora estándar de Perú)

#### Forward Pricing

Clean Price 109.42103154167651

Yield 2.0669097

Fuente: EIKON

### Anexo 4: Backlog y Promesas de Salfacorp S.A. por unidad de negocio

#### ICSA-Backlog

Backlog en MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Montajes	7,652	9,904	10,887	18,367	13,563
Minería	3,675	2,450	1,561	7,116	6,164
Construcción	6,838	5,472	5,319	4,306	6,229
Perú	482	1,044	366	1,880	3,304

Elasticidades Promedio histórica	
%Crec.Backlog / % Crec. PIB	% Ejecucion Backlog 12 meses
1.08	52%
3.70	64%
0.92	67%
5.15	89%

#### IACO-Promesas

Promesas en MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Casas & Dptos 4P	3,000	4,300	4,000	2,700	3,099
Edificios	1,200	1,900	2,100	1,600	1,723
Vivienda c/Subsidio	300	1,100	1,600	1,400	2,046
Proyectos DS49*	1,051	871	3,980	3,861	4,430

Elasticidades Promedio histórica	
%Crec.Promesas / % Crec. PIB	% Escrituras 24 meses
1.01	32%
0.52	28%
3.14	50%
1.00	43%

#### RDI

Promesas en MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Promesas de compraventa terceros	403	341	244	210	247
Renta Inmobiliaria	852	1,230	996	683	-

Elasticidades Promedio histórica	
%Crec.Promesas / % Crec. PIB	% Escrituras
1.18	100%

Fuente: Elaboración propia

**Anexo 5: Estructura de Costos y gastos operaciones históricos por unidad de negocio (% de los ingresos)**

Unidad de negocio	Costos	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Prom. 4 años
ICSA	Costos directos	-34%	-45%	-41%	-37%	-39.1%
	Costos del personal	-55%	-47%	-49%	-47%	-49.6%
	Costos inmobiliarios	-2%	0%	-3%	-4%	-2.3%
	D&A	-2%	-2%	-2%	-3%	-1.9%
ACONCAGUA	Costos directos	-64%	-72%	-64%	-66%	-66.4%
	Costos del personal	-14%	-14%	-13%	-13%	-13.8%
	Costos inmobiliarios	-10%	-1%	-11%	-2%	-5.8%
	D&A	0%	0%	0%	0%	0.0%
RDI	Costos directos	-73%	-85%	-86%	-93%	-84.5%

Gastos operacionales	Unidad de negocio	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Prom. 4 años
Costos de distribución	ICSA	0%	0%	0%	0%	0.0%
	ACONCAGUA	-1%	-1%	-1%	-2%	-1.4%
	RDI	0%	0%	0%	0%	0.0%
Gastos del personal	ICSA	-2%	-2%	-2%	-3%	-2.6%
	ACONCAGUA	-3%	-3%	-3%	-6%	-3.8%
	RDI	-5%	-3%	-4%	-4%	-3.8%
Gastos de administración	ICSA	CONSTANTE				- 224
	ACONCAGUA					- 111
	RDI					- 33
D&A	ICSA					-0.1%
	ACONCAGUA					-0.5%
	RDI					0.0%

*Fuente: Elaboración propia*

### Anexo 6: Ingresos de la Unidad de negocio ICSA-área de negocio Construcción

<b>Ingresos ICSA_CONSTRUCCION en MUF</b>	<b>2021 E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Backlog	6,229	5,965	5,665	5,762	5,855
Backlog 12 meses	4,201	4,023	3,821	3,886	3,948
% Backlog a ejecutar en el año	<b>67%</b>	<b>67%</b>	<b>67%</b>	<b>67%</b>	<b>67%</b>
Crec Backlog	13.6%	5.9%	3.8%	4.8%	4.8%
<b>Elasticidad Backlog</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
Órdenes recibidas en el año (Ingresos Recurrentes)	300	328	328	328	328
<b>Ingresos ICSA_CONSTRUCCION</b>	<b>3,204</b>	<b>4,529</b>	<b>4,351</b>	<b>4,148</b>	<b>4,214</b>

Fuente: Elaboración propia

### Anexo 7: Ingresos de la Unidad de negocio ICSA-área de negocio Perú

<b>Ingresos ICSA_Area Internacional Perú en MUF</b>	<b>2021 E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Backlog	3,304	1,881	2,053	2,406	2,924
Backlog 12 meses	2,950	1,679	1,833	2,148	2,610
% Backlog a ejecutar en el año	<b>89%</b>	<b>89%</b>	<b>89%</b>	<b>89%</b>	<b>89%</b>
Crec Backlog	75.7%	32.9%	21.1%	26.9%	26.9%
<b>Elasticidad Backlog</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>
Órdenes recibidas en el año (Ingresos Recurrentes)	823	823	823	823	823
<b>Ingresos ICSA_Area Internacional Perú</b>	<b>2,502</b>	<b>3,773</b>	<b>2,502</b>	<b>2,656</b>	<b>2,971</b>

Fuente: Elaboración propia

### Anexo 8: Variables económicas de Perú

<b>Variables económicas</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
PIB Perú	10.5%	1.5%	1.0%	2.3%	2.3%
Inflación Perú	4.2%	4.9%	3.1%	3.0%	3.0%

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

**Anexo 9: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Casas & Dptos  
4 pisos**

<b>Ingresos IACO_Casas &amp; Dptos 4P en MUF</b>	<b>2021 E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Promesas Combinadas	3,099	3,298	3,434	3,614	3,804
Crecimiento	15%	6%	4%	5%	5%
Escrituras Consolidadas	1,282	865	993	1,057	1,101
<b>Escrituras Consolidadas/Promesas Combinadas (t-2)</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>
Elasticidad Promesas	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01
<b>Ingresos IACO_Casas &amp; Dptos 4P</b>	<b>1,282</b>	<b>865</b>	<b>993</b>	<b>1,057</b>	<b>1,101</b>

*Fuente: Elaboración propia*

**Anexo 10: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Edificios**

<b>Ingresos IACO_Edificios en MUF</b>	<b>2021 E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Promesas Combinadas	1,723	1,781	1,819	1,869	1,920
Crec	8%	3%	2%	3%	3%
Escrituras Consolidadas	585	446	480	496	507
<b>Escrituras Consolidadas/Promesas Combinadas (t-2)</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>
Elasticidad Promesas	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
<b>Ingresos IACO_Edificios</b>	<b>585</b>	<b>446</b>	<b>480</b>	<b>496</b>	<b>507</b>

*Fuente: Elaboración propia*

**Anexo 11: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Vivienda con subsidio (DS19/01)**

<b>Ingresos IACO_Vivienda c/Subsidio (DS19/01) en MUF</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Promesas Combinadas	2,046	2,457	2,773	3,227	3,755
Crec	46%	20%	13%	16%	16%
Escrituras Consolidadas	700	1,023	1,228	1,386	1,613
<b>Escrituras Consolidadas/Promesas Combinadas (t-2)</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
Elasticidad Promesas	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14
<b>Ingresos IACO_Vivienda c/Subsidio (DS19/01)</b>	<b>700</b>	<b>1,023</b>	<b>1,228</b>	<b>1,386</b>	<b>1,613</b>

*Fuente: Elaboración propia*



### Anexo 12: Ingresos de la Unidad de negocio IACO-área de negocio Proyectos DS49

<b>Ingresos IACO_Proyectos DS49 en MUF</b>	<b>2021 E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Backlog	4,430	3,020	3,304	3,158	3,583
Backlog 12 meses	1,909	1,302	1,424	1,361	1,544
% Backlog a ejecutar en el año	43%	43%	43%	43%	43%
<i>Crec Backlog</i>	<b>15%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
Elasticidad Backlog	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Ingresos IACO_Proyectos DS49</b>	<b>1,664</b>	<b>1,909</b>	<b>1,302</b>	<b>1,424</b>	<b>1,361</b>

*Fuente: Elaboración propia*

### Anexo 13: Ingresos de la Unidad de negocio RDI

<b>Ingresos RDI en MUF</b>	<b>2021 E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Promesas de compraventa con terceros a 12 meses	247	265	278	295	314
<i>Crec Backlog</i>	17.4%	7.6%	4.9%	6.2%	6.2%
Elasticidad Backlog	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
<b>Ingreso por Compraventa de terreno</b>	<b>210</b>	<b>247</b>	<b>265</b>	<b>278</b>	<b>295</b>
<b>Ingreso por Renta Inmobiliaria</b>	<b>683</b>	<b>940</b>	<b>940</b>	<b>940</b>	<b>940</b>
<b>Ingresos RDI en MUF</b>	<b>893.3</b>	<b>1,186.8</b>	<b>1,205</b>	<b>1,218</b>	<b>1,236</b>

*Fuente: Elaboración propia*

### Anexo 14: Promedio del ratio histórico de Capex/D&A

<b>En MUF</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Promedio</b>
CapEx	441	173	278	228	
D&A	341	324	409	389	
CapEx/D&A	129%	53%	68%	59%	60%

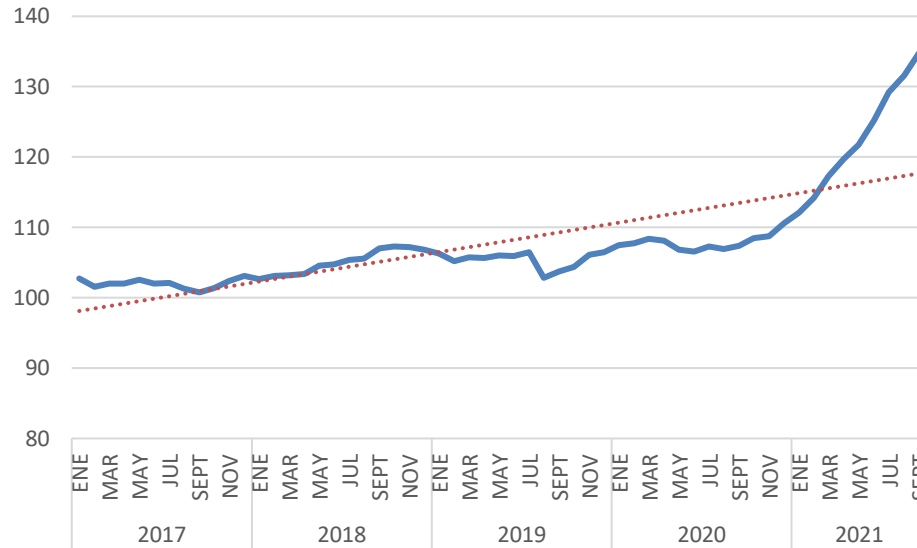
*Fuente: Elaboración propia con información de EIKON*

### Anexo 15: Total impuesto histórico

	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Promedio</b>
% impuestos ICSA	-26%	-5%	-11%	-14%
% impuestos ACONCAGUA	-8%	-14%	-6%	-10%
% impuestos RDI	-4%	-6%	-6%	-5%
% impuestos Salfacorp y Ajustes	4%	4%	1%	3%

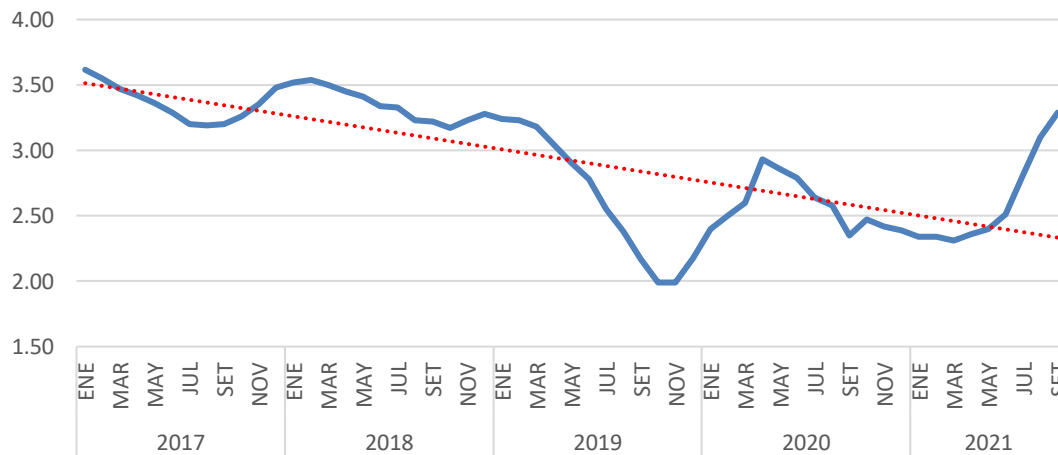
*Fuente: Elaboración propia con información de los estados financieros de la CMF*

### Anexo 16: Índice de precios de materiales e insumos de construcción



Fuente: Cámara de Comercio de la Construcción (INE)

### Anexo 17: Tasa de interés de crédito de vivienda



Fuente: Banco Central de Chile

## Anexo 18: Empresas del rubro Ingeniería/Construcción según Damodaran

Company Name	Exchange:Ticker	Industry Group	Primary Sector	SIC Code	Country
Besalco S.A. (SNSE:BESALCO)	SNSE:BESALCO	Engineering/Construction	Industrials	1600	Chile
Echeverría Izquierdo S.A. (SNSE:EISA)	SNSE:EISA	Engineering/Construction	Industrials	1500	Chile
Empresa Constructora Moller y Pérez Cotapos S.A. (SNSE:MOLLER)	SNSE:MOLLER	Engineering/Construction	Industrials	1500	Chile
Ingevec S.A. (SNSE:INGEVEC)	SNSE:INGEVEC	Engineering/Construction	Industrials	1500	Chile
SalfaCorp S.A. (SNSE:SALFACORP)	SNSE:SALFACORP	Engineering/Construction	Industrials	1500	Chile

Fuente: Página de portal web de Damodaran

## Anexo 19: Empresas del sector Inmobiliario y Constructoras

### INMOBILIARIAS Y CONSTRUCTORAS: GRANDES DESAFÍOS Y MENORES NIVELES DE ACTIVIDAD

REPORTE SECTORIAL

CLASIFICACIONES DE SOLVENCIA VIGENTES OTORGADAS POR FELLER RATE <sup>(1)</sup>						
Socovesa	Paz Corp	Besalco	Salfacorp	Echev. Izq.	Ingevec	Moller
BBB+ Estables	BBB+ Estables	BBB+ Estables	BBB Estables	BBB Estables	BBB Estables	BBB- Estables

(1) Clasificaciones de solvencia vigentes al 31 de diciembre de 2021.

Fuente: Reporte sectorial de la Clasificadora de Riesgo Feller.Rate