



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Besalco S.A.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Marzo 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile

Líneas de bonos y bonos	A-
Línea de Efecto de Comercio	Nivel 1/A-
Tendencia	Favorable¹
Acciones (BESALCO)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2023

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos	Nº853 de 28.02.2017
Línea de Bonos	Nº908 de 16.08.2018
Serie B (BBESA-B)	Primera Emisión
Línea de Bonos	Nº1095 de 02.11.2021
Línea de Efectos de Comercio	Nº148 de 02.11.2021

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de activ. ordinarias	419.479.603	404.336.048	607.241.047	784.841.425	860.743.975
Costo de ventas	-368.283.556	-352.932.325	-546.951.507	-663.845.013	-738.677.890
Gastos de adm. y distr.	-19.388.748	-15.041.750	-22.552.631	-30.318.092	-32.711.973
Resultado operacional²	31.807.299	36.361.973	37.736.909	90.678.320	89.354.112
Costos financieros	-12.667.561	-11.127.910	-11.540.175	-20.248.171	-30.227.814
Utilidad del ejercicio	14.213.312	12.591.065	19.665.191	46.174.119	49.369.736
EBITDA³	61.908.880	66.084.376	71.130.735	128.006.857	136.748.104

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Activos corrientes	388.093.708	406.386.502	507.352.148	584.214.539	626.565.709
Activos no corrientes	388.526.103	381.474.289	418.088.407	446.021.038	455.211.023
Total activos	776.619.811	787.860.791	925.440.555	1.030.235.577	1.081.776.732
Pasivos corrientes	269.545.307	295.586.904	420.190.151	479.492.976	501.017.698
Pasivos no corrientes	307.654.057	291.380.021	281.903.143	285.814.252	285.047.231

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Corresponde a ingresos de actividades ordinarias - costo de ventas - gastos de distribución y administración + otros ingresos - otros gastos.

³ Calculado como: Ingresos de Actividades Ordinarias – Costo de Ventas - Gastos de Administración + Depreciación Propiedades Plantas y Equipo + Depreciación Propiedades de Inversión + Amortización Intangibles Distintos de la Plusvalía. El cálculo del EBITDA de acuerdo con los criterios de **Humphreys** no necesariamente coincide con los utilizados por la compañía en sus estados financieros y/o análisis razonado.

Patrimonio total	199.420.447	200.893.866	223.347.261	264.928.349	295.711.803
Total patrimonio y pasivos	776.619.811	787.860.791	925.440.555	1.030.235.577	1.081.776.732
Deuda financiera ⁴	347.083.720	329.094.713	356.423.858	364.198.252	352.987.163

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Besalco S.A. (en adelante **Besalco**) es una compañía de ingeniería, construcción e inmobiliaria y servicios de maquinarias con una trayectoria y experiencia de casi ocho décadas (80 años), presente en diversas regiones del país, así como en el extranjero, y que participa en distintos tipos de proyectos como embalses, túneles, puentes, obras sanitarias, edificios y obras civiles en general. También tiene intereses en concesiones y en el sector de energía renovable. Actualmente la compañía, por medio de filiales, participa en cuatro segmentos de negocio: Obras Civiles, Desarrollo Inmobiliario, Servicio de Maquinarias y Proyectos de Inversión, con presencia también en Perú.

Según los estados financieros a diciembre de 2023, la empresa generó ingresos por \$ 860.744 millones y un EBITDA de \$ 136.748 millones, teniendo un incremento de 9,7% y 6,8%, respectivamente. A esa fecha, el emisor presenta deuda financiera por \$ 352.987 millones y su patrimonio tenía un valor de \$ 295.712 millones.

La tendencia de clasificación de **Besalco** se modifica desde “Estable” a “Favorable”, en consideración al importante crecimiento observado en su EBITDA en los últimos dos años, sin efecto negativos en el volumen de su deuda. En los hechos, el EBITDA del emisor pasó de \$ 61.909 millones en 2019 a \$ 136.748 millones en 2023, y en lo que respecta al último año se observa un crecimiento de 6,8%. Lo anterior, se traduce en una mejor relación entre deuda financiera sobre EBITDA (2,5 veces) y flujo de caja de largo plazo (4,5 veces)⁵ los cuales se encuentran en su mínimo histórico. A ello se agrega que, en los hechos, pandemia de por medio, la sociedad ha mostrado que su modelo de negocio le permite una adaptabilidad a los ciclos económicos que se distancia de la media del sector inmobiliario-construcción (que incluye empresas de muy distintas características en cuanto a mix de productos, tamaño de sus operaciones y nivel de profesionalización, acceso a financiamiento, entre otros aspectos).

Entre las principales fortalezas de **Besalco** que sirven de fundamento para la calificación de solvencia en “Categoría A” destaca que su modelo de negocio, dentro de lo que permite el rubro en donde opera la compañía, presenta una adecuada diversificación de ingresos por segmentos operativos, lo cual le permite, comparativamente, una mayor resiliencia frente a ciclos económicos recesivos y una mayor estabilidad en la generación de flujos de largo plazo. En efecto, la rentabilidad de los activos de largo plazo ha mostrado una satisfactoria y creciente tendencia en el tiempo, hasta el año 2023, donde este indicador continuó presentando un alza importante, lo que es consistente con el crecimiento de las unidades de negocio. Desde este punto de vista, a la compañía no le son asimilables en magnitud la totalidad de los riesgos que usualmente se asocian con el sector construcción e inmobiliario. Las acciones de la compañía se clasifican en “Primera Clase Nivel 3”, debido que, a marzo de 2024, la presencia bursátil promedio de la compañía es de 29,3% (últimos doce meses).

⁴ Considera las cuentas “Otros pasivos financieros, corrientes” + “Otros pasivos financieros, no corrientes” y para los períodos siguientes a 2019 se agrega la cuenta de “pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente”.

⁵ Cálculo sin ajustes.

Dentro de los elementos positivos, tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos distribuidos a lo largo de Chile y Perú. A juicio de **Humphreys**, la atomización de proyectos es un elemento positivo dada la menor exposición ante algún proyecto en particular o algún mandante determinado. Adicionalmente, se valora de manera positiva la buena calidad crediticia de los mandantes, esencialmente en los segmentos de Servicios de Maquinarias y Obras Civiles conformadas principalmente por mineras y forestales de relevancia en el mercado nacional e internacional.

Por otra parte, como elemento positivo, la clasificación incorpora el modelo de negocio sustentado en casi 80 años de experiencia en el rubro de Obras civiles, trayectoria que sirve de *know how* para las distintas filiales operativas, entendiendo de manera acabada la industria, tanto en lo atingente a su funcionamiento interno como en lo relativo a las necesidades del mercado. Con los años, la empresa ha generado una amplia reputación, lo cual ha permitido que la compañía sea invitada, frecuentemente, a participar en un número no menor de proyectos, atenuando la necesidad de competir exclusivamente vía precios con empresas que operan en el mismo mercado.

Asimismo, desde una perspectiva de largo plazo, la profundización del sistema de créditos hipotecarios favorece directamente al negocio de desarrollo inmobiliario por cuanto financia la demanda de la compañía, sin perjuicio que recurrentemente, tal como sucede en la actualidad, se pueden producir escenarios de contracción del crédito producto de las crisis económicas. Por otra parte, cabe señalar que, dentro del segmento, Besco (Perú) participa en la venta de viviendas económicas, sector que presenta un elevado potencial de crecimiento por representar gran parte de la población del país.

Adicionalmente, el segmento Servicios de Maquinarias, que es el negocio de mayor rentabilidad de la compañía, cuenta con importantes barreras de entrada, no solo por el alto grado de inversión necesario, sino también por los altos estándares de seguridad que poseen. Ambos se presentan como elementos positivos para la clasificación.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación, se ha considerado la sensibilidad de la empresa a los ciclos económicos negativos, tanto a aquellos que reducen los márgenes del negocio Inmobiliario, Obras Civiles y Servicios de Maquinarias (ciclos de la minería), como a aquellos que disminuyen su nivel de actividad, debido a que el emisor no es inmune a situaciones de estrés financiero que limiten la liquidez de la población, al aumento de los costos de las obras o a la ralentización de velocidad de venta de inmuebles. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la compañía a través de la adecuada diversificación de negocios logra mitigar más que aceptablemente este riesgo.

Otro riesgo considerado en la clasificación es el político y regulatorio, debido que las autoridades tienen la facultad de modificar el marco jurídico, pudiendo causar postergación o aceleración de las inversiones en los distintos sectores económicos.

Adicionalmente, el segmento Inmobiliario y de Obras Civiles mantienen presentes los riesgos de liquidez y presupuestación, correspondiente el primero de ellos a que la ejecución de las obras implica el pago de estas de acuerdo a su grado de avance, siendo cubierto los descalces de plazos, usualmente, vía financiamiento bancario; en tanto que el segundo se asocia a un descalce entre lo presupuestado y el costo real asociado a incrementos no esperados de los insumos.

Asimismo, el riesgo cambiario se hace presente debido a que, al cierre de 2023, aproximadamente un 24,8% de los ingresos de la compañía se perciben en moneda extranjera; sin embargo, el riesgo se atenúa debido a que **Besalco** cuenta con seguros y coberturas, además de que gran parte del financiamiento e ingresos provenientes del mismo proyecto se encuentran en igual moneda.

Finalmente, como limitante de la clasificación de riesgo, se considera la exposición a países con mayor riesgo soberano, específicamente Perú, con clasificación de riesgo en escala global de *Baa1* (la clasificación de riesgo de Chile se encuentra en *A2*).

En el ámbito de ASG, la compañía mantiene un compromiso mediante tres pilares fundamentales, siendo el primero de ellos el compromiso económico, en el cual cuentan, entre otras cosas, con un Modelo de Prevención de Delitos (a cargo del Área de auditoría interna conforme a la ley N° 20.393) y una calificación en Categoría A de Empresas Proveedoras de Bienes y Servicios, que refiere a una evaluación de satisfacción del cliente. En términos sociales, conservan como política fundamental mantener una adecuada relación con los distintos grupos de interés del negocio, ya sea con las comunidades como con los trabajadores, mediante acuerdos de negociación colectiva con los sindicatos y beneficios educativos (becas) para los hijos del personal. Además, durante 2022 lanzaron una política de diversidad y equidad de género para todas las filiales en Chile. Finalmente, **Besalco** mantiene un compromiso ambiental ligado a la inversión en energías renovables, el manejo adecuado de residuos generados durante la construcción y el avance constante en la reducción de emisiones. Actualmente, cuenta con la certificación Norma ISO 14.001, garantizando que los riesgos de gestión ambiental se identifiquen a lo largo de la cadena productiva. La compañía, en su sitio Web y memoria integrada, divulga con detalle sus prácticas al respecto.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Diversificación de segmentos de negocio.
- Elevada experiencia y trayectoria en el sector.
- Diversificación de proyectos.

Fortalezas complementarias

- Diversificación geográfica.
- Potencial crecimiento de demanda.
- Bajo riesgo de clientes.

Fortalezas de apoyo

- Reputación en el mercado.

Riesgos considerados

- Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés (riesgo permanente de alto impacto).
- Riesgo político y regulatorio.
- Riesgo de iliquidez de mandantes de los proyectos.
- Riesgo de presupuestación (riesgo susceptible de ser administrado y acotado, pero no exento de efectos severos, como se ha probado en la práctica).
- Disponibilidad de terrenos.
- Riesgo Cambiario.
- Exposición a países con mayor riesgo que Chile.

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2023

Durante 2023, **Besalco** obtuvo ingresos de explotación por \$ 860.744 millones, lo que implica un crecimiento de 9,7% respecto de igual periodo del año anterior, debido a mayores niveles de actividad y dinamismo en todos los segmentos, alcanzando un nivel de ventas histórico para la empresa. Por su parte, el costo de venta aumentó en un 11,3%, totalizando \$ 738.678 millones, permitiendo alcanzar un margen bruto de \$ 122.066 millones, un 0,9% superior a 2022, lo que representa un 14,2% del total de ingresos (en 2022 alcanzaba 15,4%).

La compañía generó un EBITDA y una utilidad de \$ 136.748 millones y \$ 49.370 millones, respectivamente, en tanto que, en el mismo periodo **Besalco** exhibía un patrimonio de \$ 295.712 millones y una deuda financiera de \$ 352.987 millones.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Definición Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Diversidad de segmentos: **Besalco** a través de sus filiales participa en cuatro segmentos de negocio: Obras Civiles, Desarrollo Inmobiliario, Servicio de Maquinarias y Proyectos de Inversión, los cuales en promedio de los últimos cinco años representan el 47,8%, 19,7%, 24,5% y 8,0% de los ingresos totales respectivamente, denotando un alto grado de diversificación que le permite una mayor resiliencia que otras compañías de la industria de la construcción frente a ciclos económicos recesivos. Adicionalmente, en tanto que el aporte al EBITDA total se distribuye, a diciembre de 2023, en un 27,2%, 16,1%, 49,0% y 7,7%, respectivamente. De esta forma, una caída de un 10% en el EBITDA de su principal línea de negocio en cuanto a generación de flujos, tiene un impacto final de sólo un 4,9% del EBITDA total.

Elevada experiencia y trayectoria en sector: La compañía posee casi 80 años de operación, inicialmente dedicada a la construcción de obras de viabilidad urbana a lo largo de Chile, desarrollando, a través de sus filiales, una gran cantidad y diversidad de proyectos. En dicho período se han enfrentado diversos ciclos recesivos para la economía, entre ellos crisis *subprime* y, recientemente, una pandemia mundial.

Diversificación de proyectos y diversificación geográfica: La compañía tiene como política mantener un número significativo de proyectos, lo cual se refleja en el hecho que actualmente está desarrollando tanto en Chile como en Perú 23 obras inmobiliarias y 32 proyectos correspondientes a Obras Civiles. Entre sus obras y participación en proyectos más destacados en el último tiempo a través del segmento de Obras Civiles se encuentran: MAPA, Metro y Ruta Nahuelbuta, QB2, entre otras. En tanto que a través de los segmentos restantes participa, en la operación de distintas empresas, además de proyectos de energía renovable no convencional, concesiones y edificios residenciales.

Adicionalmente, la compañía mediante los segmentos de Obras Civiles y Desarrollo inmobiliario participa en diversas regiones de Chile y en Perú, disminuyendo la exposición, en parte, de sus flujos a los ciclos económicos locales de cada país.

Reputación en el mercado: La empresa dispone de una amplia reputación en el mercado, lo cual facilita que sea invitada a participar en diversas propuestas y licitaciones, situación que contribuye a disminuir la presión a competir exclusivamente por precio. En lo hecho, esta condición se refleja, tal como se mencionó, en una cartera no menor de proyectos, en mandante de relevancia nacional y en un aumento del *backlog* de la compañía.

En su historia **Besalco** ha participado de proyectos emblemáticos para el crecimiento del país, como lo son Metro de Santiago, Aeropuerto Isla de Pascua, Enlace Kennedy Vespucio, Edificio Congreso Nacional, Anfiteatro Quinta Vergara, entre otros. En consecuencia, la dilatada trayectoria y experiencia de la compañía facilita la suscripción de contratos con mandantes de adecuada o elevada solvencia.

Potencial crecimiento de la demanda: La profundización del sistema de créditos hipotecarios, sumado al déficit habitacional, favorece directamente el negocio inmobiliario por cuanto financia la demanda. Frente al nuevo escenario producido por la recesión económica, **Besalco** analiza opciones para disminuir el riesgo de desistimientos. Adicionalmente, dentro del segmento inmobiliario, con presencia en Chile y Perú, la compañía participa en la venta de viviendas económicas, sector que representa un potencial crecimiento de la demanda y que representa gran parte de la población de los países mencionados.

Bajo riesgo de clientes: La compañía en el segmento Servicio Maquinarias mediante la filial Besalco Maquinarias, participa en el ciclo productivo de importantes empresas de la industria forestal y minera, clientes con buena clasificación de riesgo y niveles de solvencia, lo que asegura estabilidad en los flujos del segmento con mayor rentabilidad en el grupo y con mayor aporte de utilidades.

Grandes barreras de entradas: El segmento de Servicios de Maquinaria, cuenta con un alto grado de inversión, así como altos estándares de seguridad, generando barreras difíciles de sortear para entrar a la industria. Asimismo, es el segmento de mayor rentabilidad para **Besalco**, por lo que la clasificación no desconoce el incentivo que puede generar para aumentar la competencia en el sector.

Factores de riesgo

Sensibilidad a los ciclos económicos: Las unidades de negocios de Desarrollo Inmobiliario, Obras Civiles y Servicios de maquinaria (industria minera y forestal) son altamente sensibles a los cambios en las variables económicas y sus ciclos. En el rubro ingeniería y construcción, si bien se actúa por pedidos específicos, el emisor no es inmune a la situación financiera y de liquidez que pudiere afectar a sus mandantes en épocas recesivas (salvo cuando es el Estado); por otra parte, en escenario de escasez y de incremento en los precios de insumos no es posible traspasar el mayor costo al precio de las obras ya adjudicadas (riesgo de presupuestación). Dentro del negocio inmobiliario, en períodos de recesión, se tiene el riesgo de baja en los márgenes de ventas y de disminución en la velocidad de venta de inmuebles. Bajo este contexto, se incluye, además, la baja disposición del sector financiero para apoyar la liquidez de las entidades del rubro construcción e inmobiliario durante estos períodos. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la compañía a través de la adecuada diversificación de negocios logra mitigar más que aceptablemente este riesgo en comparación con otras empresas del sector de construcción e inmobiliarias, que no participan, por ejemplo, en procesos de minería, forestales, generación eléctrica o concesiones.

Riesgo político y regulatorio: Cuando las autoridades deciden realizar cambios en el marco jurídico es posible que ocurra la postergación o aceleración de las inversiones de ciertos sectores económicos. Este comportamiento es frecuente en las industrias de construcción, minería (Servicios de Maquinaria) y generación eléctrica (Proyectos de Inversión), pues estas alteraciones involucran modificaciones de leyes ambientales, tributarias, de inversión y de competencia, las cuales son de significativa relevancia a la hora de considerar la factibilidad económica de los proyectos. Asimismo, la industria inmobiliaria depende de los planes reguladores, leyes tributarias, exigencias ambientales, permisos y licencias de construcción, por lo que toda modificación podría afectar la rentabilidad de los proyectos.

Ayuda a mitigar estos riesgos el que la compañía presente diversificación tanto en sus áreas de negocio como en los distintos mercados en que se desenvuelve, incluyendo otros países de Sudamérica.

Disponibilidad de terrenos: En el segmento de Desarrollo Inmobiliario, con operaciones en Chile y en Perú, es fundamental la disponibilidad de terrenos para desarrollar el negocio, razón por la cual **Besalco** mantiene como política de inversión la activa búsqueda de terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos. La compañía evalúa de manera continua sus inventarios, los requerimientos de terrenos y los potenciales negocios.

Riesgo de liquidez: El pago de las obras se realiza de acuerdo al grado de avance de ellas, siendo cubierto los descalces de plazos, usualmente vía financiamiento bancario, razón por la cual la compañía se expone a incumplimiento o atraso por parte de los mandantes, sin embargo, este riesgo se atenúa manteniendo una política estricta en relación a la calidad crediticia de ellos.

Adicionalmente, el negocio inmobiliario puede ver afectada su liquidez por bajas significativas en la velocidad de ventas de las viviendas. A diciembre de 2023, la empresa mantiene en efectivo disponible equivalente al 24,2% de la deuda financiera total y un 53,0% de la deuda financiera de corto plazo.

Riesgo de presupuestación: El segmento de Obras Civiles y Desarrollo Inmobiliario puede ver una disminución en los márgenes de utilidad en situaciones en que exista un incremento no esperado en los costos de insumos,

en medida en que los precios de venta de los proyectos no pueden ajustarse a la misma velocidad que el aumento de los costos.

Riesgo de tipo de cambio: Al cierre de 2023, un 24,8% de los ingresos de **Besalco** se perciben en moneda extranjera, provenientes esencialmente de la operación de Besco (Perú), cuya moneda funcional es el dólar. Sin embargo, es un riesgo atenuado debido a los seguros, coberturas y a que gran parte de los ingresos y financiamiento de proyectos se encuentran en la misma moneda.

Exposición a países con mayor riesgo que Chile: Parte de los resultados de **Besalco** se originan en Perú, país con mayor riesgo que Chile, clasificado en *Baa1* en escala global (la clasificación de riesgo de Chile es *A2*), situación que conlleva el riesgo de transferencia de divisas, lo que incrementa la probabilidad de reducción en los flujos disponibles ante períodos recesivos.

Antecedentes generales

La compañía

Besalco fue fundada en 1944 como una empresa constructora especializada en obras civiles y de viabilidad, para posteriormente, en el año 2000, reorganizarse en filiales especializadas en cada una de las áreas de operación. Actualmente, las actividades de la compañía se han diversificado y ampliado con respecto a sus orígenes, operando a través de nueve filiales, con presencia en Chile y Perú, en cuatro segmentos: Obras Civiles, Desarrollo Inmobiliario, Servicios de Maquinarias y Proyectos de Inversión.

Debe mencionarse que **Besalco** realizó dos cambios de reestructuración interna. Primero, Besalco Construcciones se dividió y se creó una nueva sociedad con el mismo nombre, pero un mayor patrimonio, siendo el objetivo obtener proyectos más grandes y mayor autonomía. Segundo, el segmento de Servicios de Maquinarias se dividió en dos, Besalco Minería, que priorizará los clientes ubicados desde Taltal hacia el norte, y Besalco Maquinarias, que atenderá los clientes desde Taltal hacia el sur, impulsará Besalco Arrienda y expandirá el negocio de maquinarias en Perú.

La estructura organizacional de **Besalco** se compone de la siguiente forma:



Ilustración 1: Estructura corporativa Besalco

Composición de los flujos

Besalco, como se mencionó, realiza sus operaciones a través de cuatro líneas de negocios: Obras Civiles, Desarrollo Inmobiliario, Servicio de Maquinaria y Proyectos de Inversión.

Como se observa en la Ilustración 2, la distribución de los ingresos a diciembre de 2023 proviene, aproximadamente, en un 50,4% del segmento de Obras Civiles, en un 21,4% de Servicios de Maquinaria, 16,0% Desarrollo Inmobiliario, en tanto que el 12,2% restante proviene del segmento Proyectos de Inversión. Por otro lado, el EBITDA consolidado de la compañía a diciembre de 2023, se compuso en un 49,0% del segmento Servicio

de Maquinarias, 27,2% del negocio de Obras Civiles, 16,1% Desarrollo Inmobiliario y 7,7% del segmento Proyectos de Inversión.

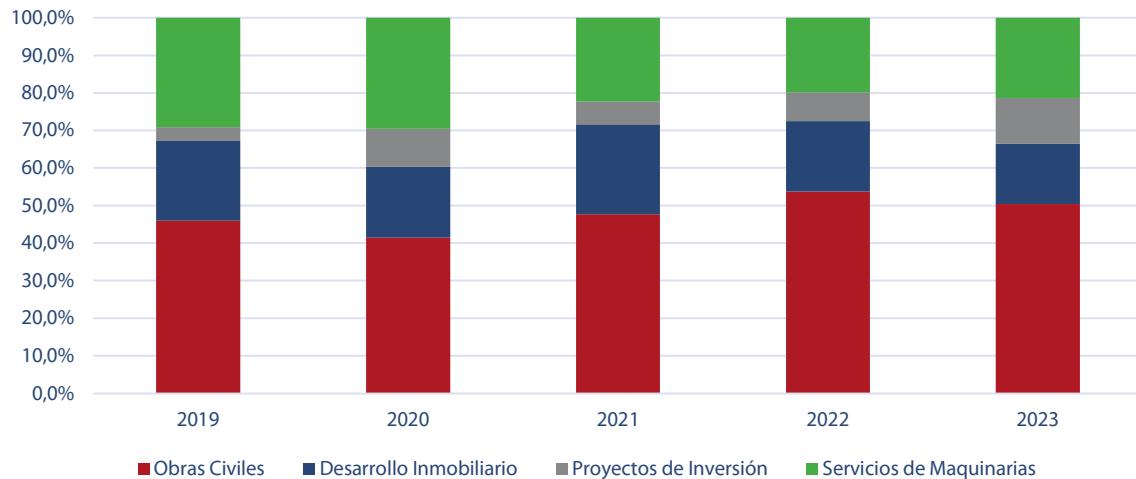


Ilustración 2: Distribución de los ingresos (2019 - 2023)

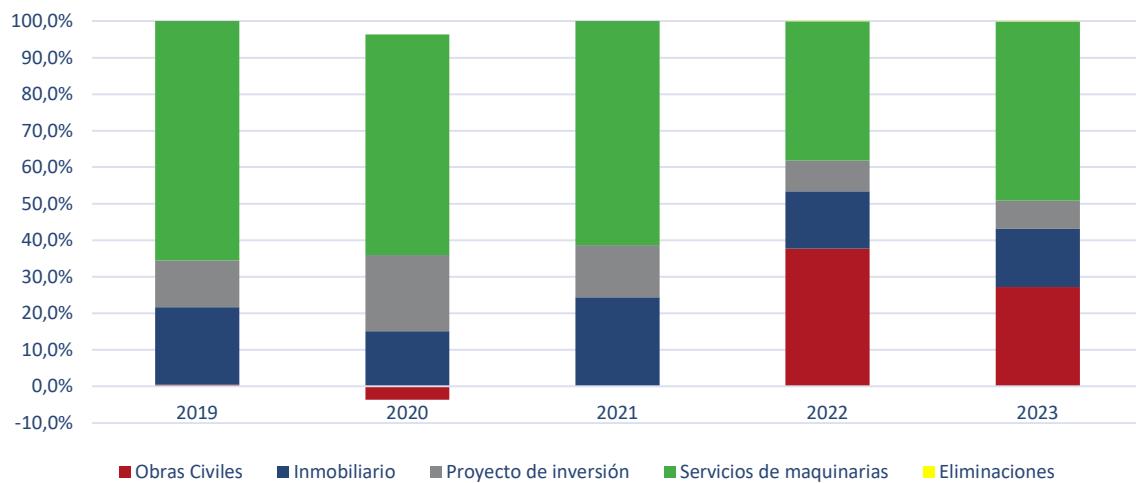


Ilustración 3: Distribución EBITDA (2019 - 2023)

Línea de negocio

Obras Civiles

El segmento se caracteriza por una alta rotación de proyectos, tanto públicos como privados, con contratos de entre uno a cinco años, con un alto grado de diversificación en distintas industrias y en el nivel de especialización de los trabajos requeridos.

Adicionalmente, es el segmento que aporta mayor porcentaje a los ingresos de **Besalco**, representando en promedio desde 2019 a 2023 un 47,8% del total, contando con operaciones tanto en Chile como en Perú, a través de sus filiales: Besalco Construcciones, Besalco Montajes, Kipreos y AeroKipreos.

A diciembre de 2023, los ingresos del segmento totalizaron \$ 461.992 millones, aumentando en un 6,3% respecto de igual periodo de 2022, principalmente como consecuencia de base de contratos, en tanto que el EBITDA alcanzó un valor de \$ 37.166 millones y un margen EBITDA de 8,0%.

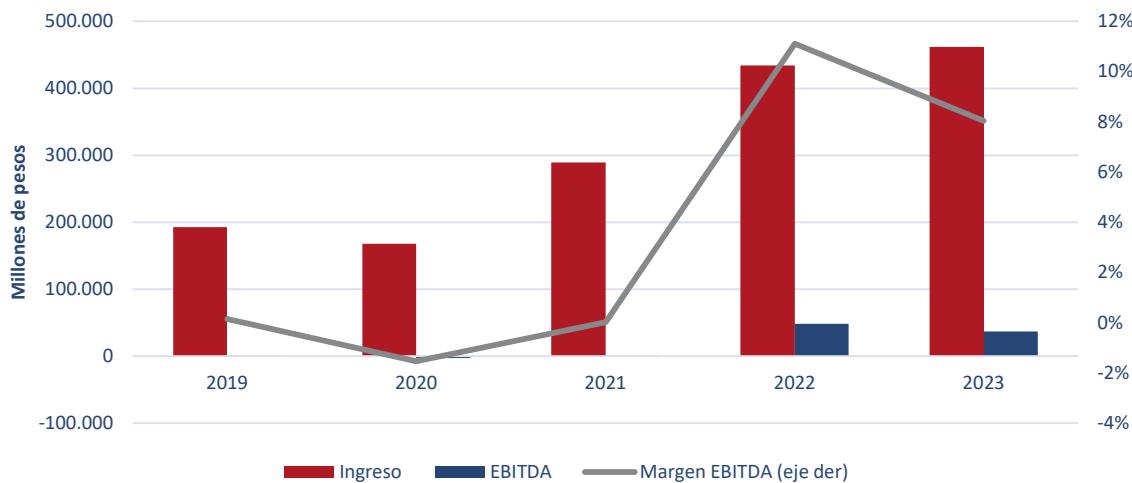


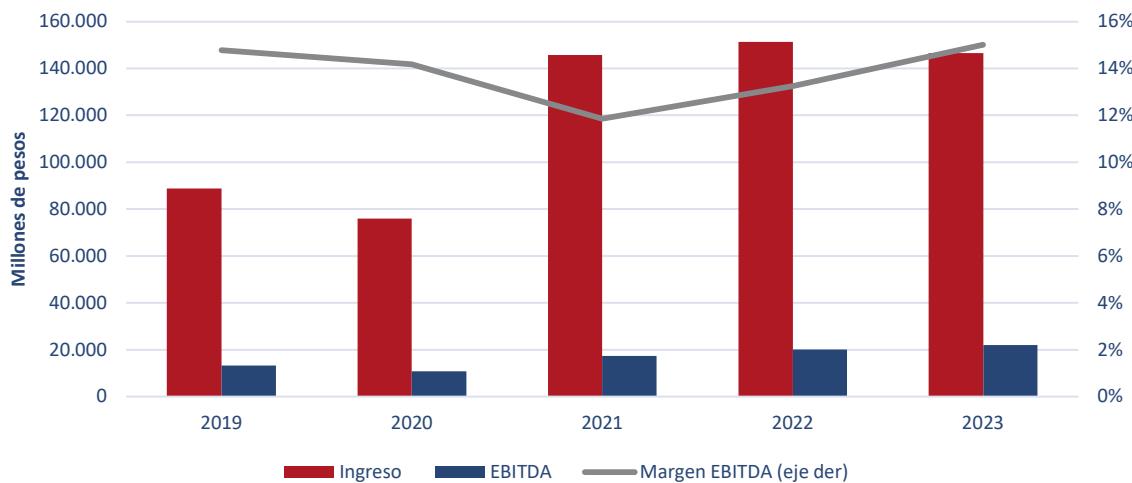
Ilustración 4: Evolución del segmento Obras Civiles (2019 - 2023)

Desarrollo Inmobiliario

El segmento de Desarrollo Inmobiliario se enfoca principalmente al desarrollo y ejecución de proyectos inmobiliarios residenciales, ya sean propios o en consorcios con terceros; se caracteriza por tener un alto grado de diversificación geográfica y por estrato de clientes, con proyectos de dos a tres años con una alta flexibilidad en financiamiento.

En Perú, la compañía desarrolla departamentos de primera clase y calidad, para el segmento más económico, contando con subsidios. Este negocio, comparativamente, suele crecer de forma más estable y resiliente al margen de los ciclos económicos. En Chile, el segmento desarrolla una variada oferta de proyectos para todos los segmentos socioeconómicos (casas, departamentos y *townhouse*), en donde las ventas al por menor se encuentran fuertemente influidas por los ciclos económicos; sin embargo, a nivel comercial se ha ido observando un crecimiento en las ventas a inversionistas institucionales.

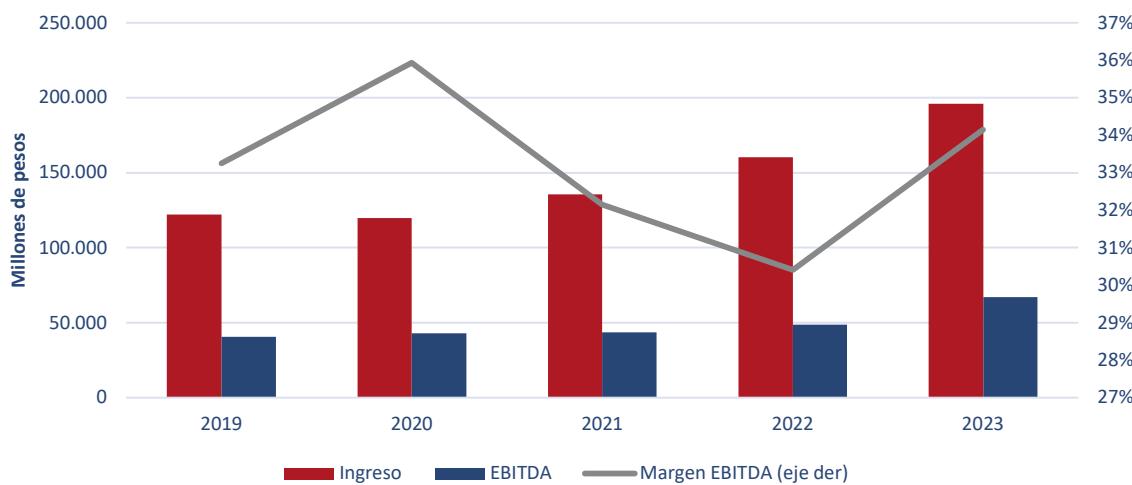
A diciembre de 2023, el segmento generó ingresos de \$ 146.488 millones, manteniéndose relativamente estable en relación con 2022 con una disminución de solo un 3,2%. El EBITDA del periodo alcanzó los \$ 21.989 millones con un margen EBITDA de 15,0%.


Ilustración 5: Evolución del segmento Desarrollo Inmobiliario (2019 - 2023)

Servicios de Maquinarias

Es el segmento de mayor rentabilidad del grupo y con un mayor aporte de utilidades, enfocado esencialmente en la prestación de servicios asociados a maquinaria pesada relacionados con la actividad minera, forestal y de construcción. Dentro de las principales características del segmento se encuentran la larga duración de los contratos, que varía desde uno a diez años, con variedad de clientes, aunque primordialmente pertenecientes al sector minero, estando expuesto al ciclo económico de dicha industria.

Al cuarto trimestre de 2023, el segmento Servicios de Maquinarias totalizó ingresos por \$ 196.164 millones, creciendo en un 22,3% en comparación con diciembre de 2022, debido a un aumento en la actividad, dando continuidad a la tendencia al alza de los ingresos desde el 2018 hasta el 2023. Asimismo, el EBITDA al mismo periodo alcanzó un valor de \$ 66.985 millones con un margen EBITDA de 34,1%.


Ilustración 6: Evolución del segmento Servicios de Maquinarias (2019 - 2023)

Proyectos de Inversión

El segmento agrupa las inversiones de **Besalco** en proyectos de concesiones de infraestructura y energía renovable, participando en el desarrollo de proyectos como autopistas, estacionamientos, embalses, entre otros, además de la construcción y operación de generadoras eléctricas renovables no convencionales y construcción de líneas y subestaciones para terceros.

Los ingresos del segmento a diciembre de 2023 fueron de \$ 111.694 millones, superior a los \$ 62.605 millones obtenidos en el mismo periodo de 2022, un aumento en la construcción de proyectos de transmisión eléctrica y energía por parte de la filial Besalco Energía Renovable S.A., además del alto nivel del dólar durante el 2023. Asimismo, el EBITDA y el margen EBITDA alcanzaron los \$ 10.452 millones y 9,4% respectivamente.

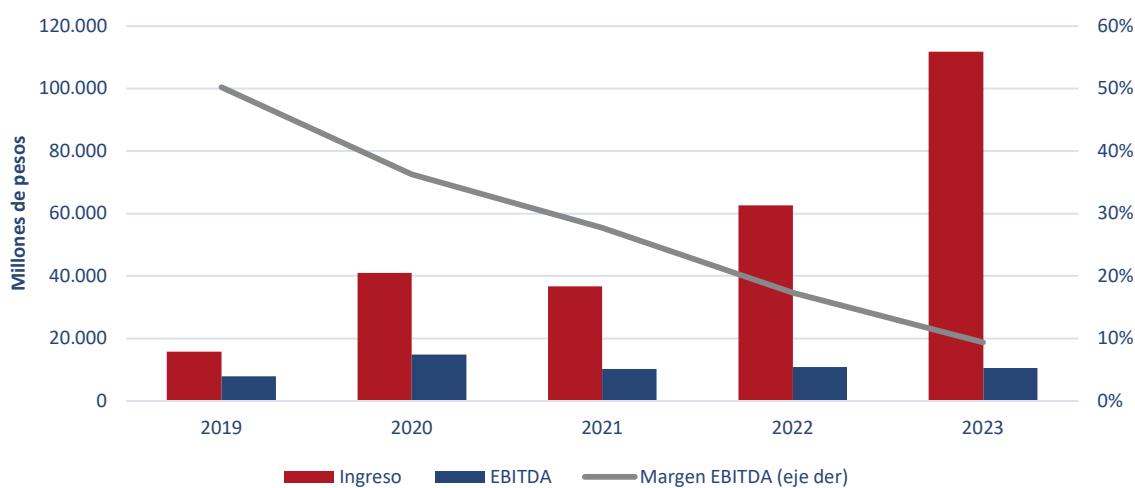


Ilustración 7: Evolución de los ingresos segmento Proyectos de Inversión (2019 - 2023)

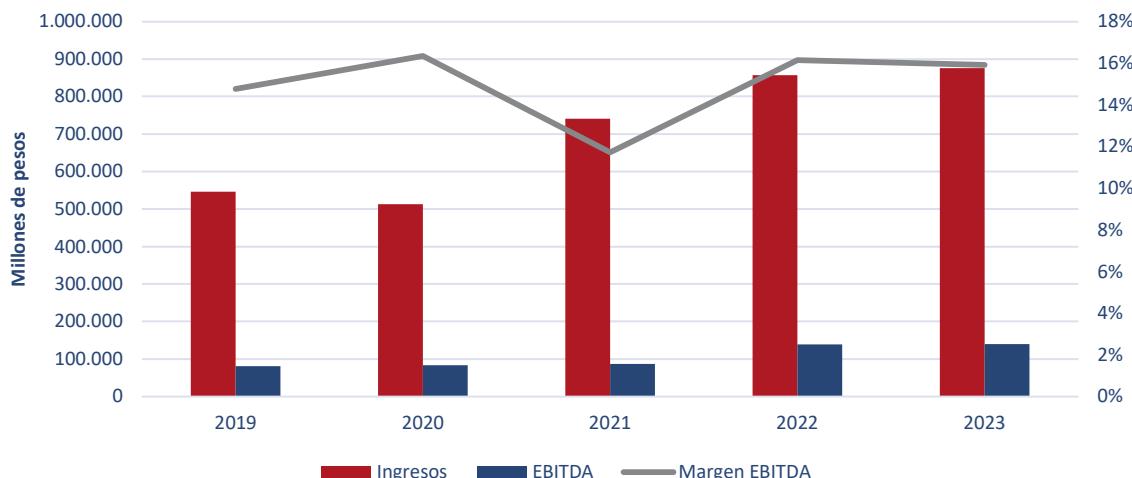
Análisis financiero⁶

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Los ingresos de la compañía presentaron una recuperación en el periodo comprendido entre 2020 y 2023, alcanzando en diciembre de 2023 un valor de \$ 876.200 millones, lo que significa un aumento de 2,3% con respecto a diciembre de 2022, debido esencialmente al alto nivel de actividad que ha mantenido la compañía, sumado al crecimiento en la facturación del área de energía, por mayor producción y el alto nivel del dólar.

El EBITDA alcanzo los \$ 139.391 millones al cierre de 2023, representando un 15,9% de los ingresos.

⁶ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último periodo. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a diciembre de 2023.


Ilustración 8: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2019-2023)

Evolución del endeudamiento

La relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede ver en la ilustración 9, ha presentado una disminución durante los últimos tres años, debido a una disminución en los pasivos corrientes y a un aumento en el patrimonio de la compañía. A diciembre de 2023 este indicador toma el valor de 2,7 veces. Cabe señalar que de la deuda financiera total un 21,5% corresponde al segmento de Obras Civiles, en tanto que un 28,9%, un 19,0% y un 30,6% proviene de los segmentos Proyectos de Inversión, Desarrollo Inmobiliario y Servicios de maquinaria, respectivamente.


Ilustración 9: Nivel de endeudamiento (2019-2023)

En tanto, la razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre EBITDA, ha mostrado una marcada tendencia a la baja durante el periodo de análisis, alcanzando, a diciembre de 2023, un valor de 2,5 veces,

producto de un mayor EBITDA y menor deuda financiera total, que en diciembre de 2023 alcanzó un valor de \$ 352.987 millones, disminuyendo en un 21,9% desde su punto más alto en 2019 y un 7,5% en relación con diciembre de 2021.

Asimismo, el endeudamiento relativo medido como deuda financiera sobre FCLP⁷, muestra un comportamiento similar al ejercicio anterior, alcanzando a diciembre de 2023 un valor de 4,5 veces, marcando un mínimo de los últimos cinco años. Adicionalmente, si se realizan ajustes propios del negocio de construcción⁸ el indicador de endeudamiento podría ubicarse entre 3,0 y 2,6 veces.

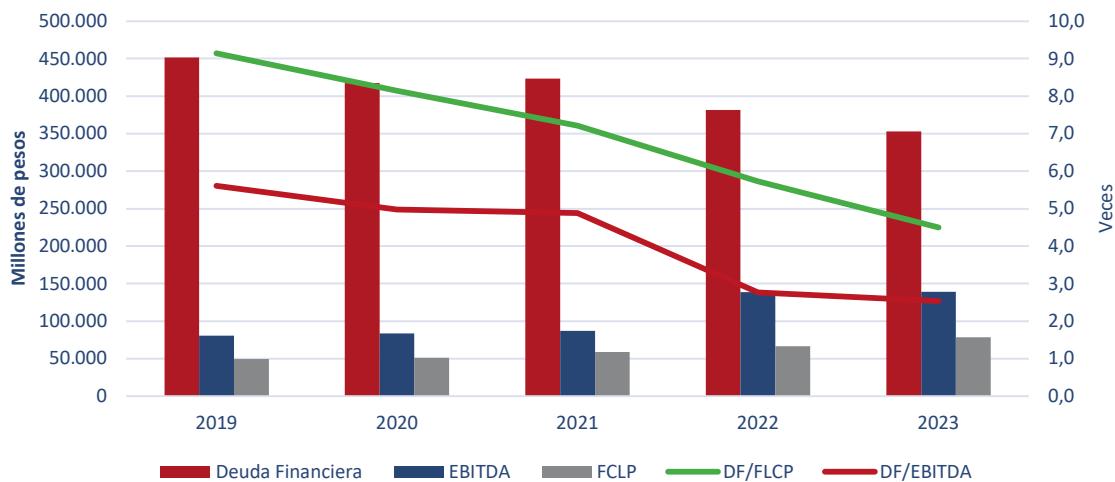


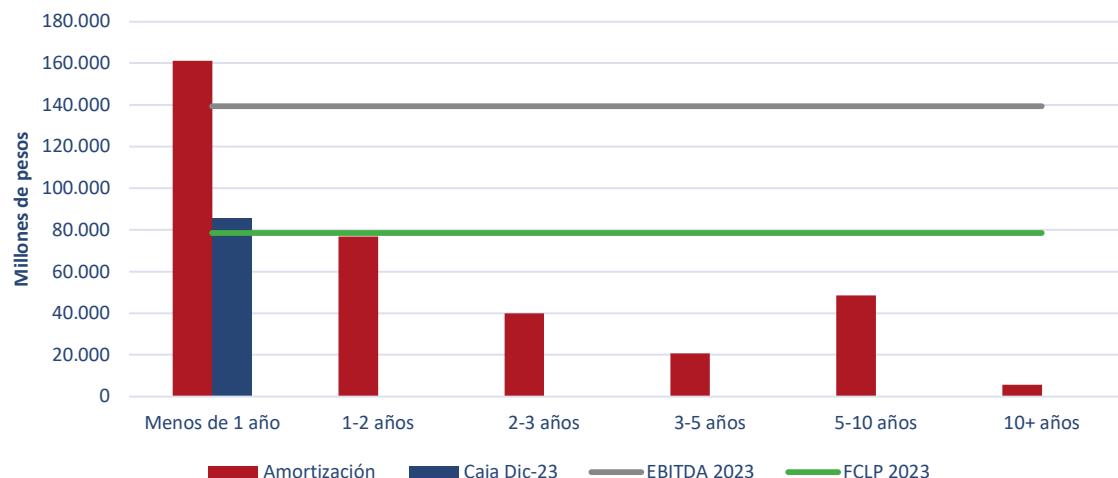
Ilustración 10: Evolución de endeudamiento (2019 - 2023)

La ilustración 11, muestra el calendario de vencimiento de la deuda financiera vigente, y tal como se aprecia en el gráfico el FCLP y el EBITDA de diciembre de 2023, logran cubrir todos los vencimientos exceptuando los vencimientos corrientes (menores de 1 año). Es relevante destacar que el indicador de razón circulante o corriente de la compañía es superior a uno y que su nivel de caja equivale al 53% de las amortizaciones para 2024.

Cabe señalar que, el FCLP debiese tender a acercarse a los valores de EBITDA actuales, dadas las mayores rentabilidades que ha obtenido el negocio en los últimos años, producto de su crecimiento.

⁷ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁸ Se ajusta la deuda financiera del negocio descontando los bienes terminados y un porcentaje de los terrenos y de las obras en construcción.


Ilustración 11: Perfil de vencimiento

Evolución de la liquidez

Durante todo el horizonte analizado, la compañía ha presentado niveles de liquidez, medida como razón corriente superiores a la unidad. El indicador tuvo una tendencia negativa hasta el año 2021 revirtiéndose posteriormente, alcanzando un valor de 1,3 veces para diciembre del 2023.


Ilustración 12: Evolución de la razón circulante (veces) (2019 - 2023)

Evolución de la rentabilidad⁹

⁹ Rentabilidad operacional: Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
Rentabilidad del patrimonio: Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
Rentabilidad total del activo: Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

Hasta el año 2021 la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio mostraron cierta estabilidad o, en su defecto, variaciones acotadas; sin embargo, en 2022 presentan un crecimiento significativo con niveles de retorno que se mantienen en 2023 o varían en forma poco relevante. Los indicadores alcanzaron valores de 4,6% en la rentabilidad del activo, 9,9% en la rentabilidad operacional y 17,5% en rentabilidad sobre patrimonio.

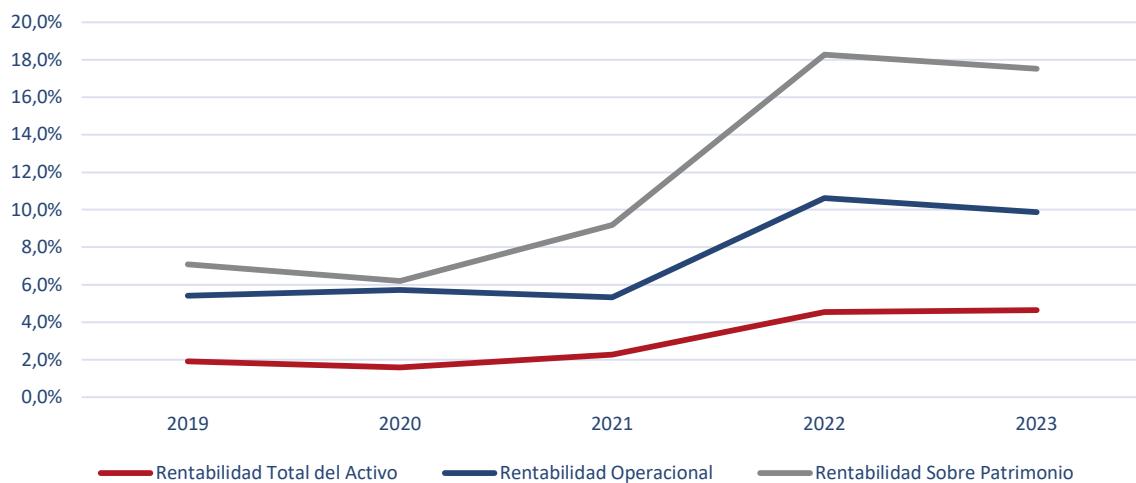


Ilustración 13: Evolución de las rentabilidades (%) (2019 - 2023)

Covenants financieros

Covenant líneas de bonos	Límite	31-12-2023
Nivel de Endeudamiento (Serie B)	No superior a 1,8 veces	0,91 veces
Cobertura de gastos financieros (Serie B)	Igual o superior a 3 veces	5,14 veces
Índice de EBITDA (Serie A)	Igual o superior a 70%	74%
Ebitda de Filiales Esenciales y Empresas Asociadas (Serie B)	Igual o superior a 60%	97%

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio. Es importante destacar que la presencia mensual de la acción se ha mantenido en niveles inferiores al 43% y superiores al 29% mensual. En marzo de 2024 este indicador exhibió un registro de 29,3% (últimos doce meses).


Ilustración 14: Presencia Promedio

Ratios financieros¹⁰

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,24	1,25	1,18	1,25	1,25
Razón Circulante (Veces)	1,44	1,37	1,21	1,22	1,25
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,41	1,32	1,16	1,16	1,15
Razón Ácida (veces)	0,87	0,86	0,80	0,88	0,87
Rotación de Inventarios (veces)	2,49	2,08	3,15	3,66	3,91
Promedio Días de Inventarios (días)	146,33	175,22	115,72	99,60	93,42
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,52	3,16	3,06	3,19	3,34
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	103,67	115,38	119,27	114,34	109,32
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,64	3,69	3,73	5,06	3,67
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	100,27	98,86	97,77	72,11	99,35
Diferencia de Días (días)	-3,40	-16,52	-21,50	-42,24	-9,98
Ciclo Económico (días)	-149,72	-191,75	-137,22	-141,84	-103,40

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,74	0,75	0,76	0,74	0,73
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,89	2,92	3,14	2,89	2,66
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,88	1,01	1,49	1,68	1,76
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	5,61	4,98	4,88	2,76	2,53
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,18	0,20	0,21	0,36	0,39
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,13%	56,07%	50,77%	47,59%	44,91%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	4,22%	6,73%	5,29%	5,70%	5,67%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,76	1,98	2,46	3,26	2,49

¹⁰ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	12,20%	12,71%	9,91%	15,23%	14,20%
Margen Neto (%)	3,39%	3,11%	3,22%	5,79%	5,73%
Rotación del Activo (%)	54,01%	51,32%	67,42%	79,36%	81,00%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,90%	1,59%	2,28%	4,55%	4,64%
Inversión de Capital (%)	115,66%	112,85%	119,60%	109,43%	102,66%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,54	3,65	7,16	7,81	6,98
Rentabilidad Operacional (%)	5,41%	5,73%	5,33%	10,62%	9,87%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,10%	6,21%	9,18%	18,27%	17,51%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	80,62%	79,94%	84,57%	79,99%	80,29%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	87,80%	87,29%	90,09%	84,77%	85,80%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	4,62%	3,72%	3,71%	3,85%	3,80%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	15,88%	17,92%	17,66%	35,92%	31,78%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	14,76%	16,34%	11,72%	16,16%	15,91%

Otros indicadores	2019	2020	2021	2022	2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	15,45%	16,28%	16,66%	16,20%	23,95%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,07%	0,79%	0,80%	0,60%	0,59%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	3,87%	4,64%	3,82%	4,11%	3,91%
Capital sobre Patrimonio (%)	29,61%	29,39%	26,44%	22,29%	19,97%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."