



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Besalco S.A.

Anual y Cambio de Clasificación y Tendencia

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

FECHA
Marzo 2025

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

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

Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	A²
Línea de efecto de comercio	Nivel 1/A
Tendencia	Estable³
Acciones (BESALCO)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2024

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
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	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de activ. ordinarias	404.336.048	607.241.047	784.841.425	860.743.975	1.023.897.920
Costo de ventas	-352.932.325	-546.951.507	-663.845.013	-738.677.890	-886.944.398
Gastos de adm. y distr.	-15.041.750	-22.552.631	-30.318.092	-32.711.973	-43.695.468
Resultado operacional⁴	36.361.973	37.736.909	90.678.320	89.354.112	93.258.054
Costos financieros	-11.127.910	-11.540.175	-20.248.171	-30.227.814	-29.541.872
Utilidad del ejercicio	12.591.065	19.665.191	46.174.119	49.369.736	48.611.914
EBITDA⁵	66.084.376	71.130.735	128.006.857	136.748.104	143.379.876

¹ Metodologías utilizadas: Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29.02.2024).

² Clasificación anterior: Categoría A-.

³ Tendencia anterior: Favorable.

⁴ Corresponde a ingresos de actividades ordinarias - costo de ventas - gastos de distribución y administración + otros ingresos - otros gastos.

⁵ 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.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024
Activos corrientes	406.386.502	507.352.148	584.214.539	626.565.709	726.258.747
Activos no corrientes	381.474.289	418.088.407	446.021.038	455.211.023	526.102.030
Total activos	787.860.791	925.440.555	1.030.235.577	1.081.776.732	1.252.360.777
Pasivos corrientes	295.586.904	420.190.151	479.492.976	501.017.698	574.034.672
Pasivos no corrientes	291.380.021	281.903.143	285.814.252	285.047.231	337.340.916
Patrimonio total	200.893.866	223.347.261	264.928.349	295.711.803	340.985.189
Total patrimonio y pasivos	787.860.791	925.440.555	1.030.235.577	1.081.776.732	1.252.360.777
Deuda financiera ⁶	329.094.713	356.423.858	364.198.252	352.987.163	415.387.429

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Besalco S.A. (en adelante **Besalco**) es una compañía de ingeniería, construcción, infraestructura, inmobiliaria y servicios de maquinarias con una trayectoria y experiencia de ocho décadas, presente en diversas regiones del país, así como en Perú, 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.

Según los estados financieros a diciembre de 2024, la empresa generó ingresos por \$ 1.023.898 millones y un EBITDA de \$ 143.380 millones, teniendo un incremento de 19,0% y 4,8%, respectivamente. A esa fecha, el emisor presentó deuda financiera por \$ 415.387 millones y su patrimonio un valor de \$ 340.985 millones.

El cambio de clasificación de solvencia desde “Categoría A-” a “Categoría A” y la tendencia, desde “Favorable” a “Estable” se debe, principalmente, al continuo crecimiento exhibido en los flujos del emisor, en específico, en los últimos tres años, repercutiendo en una mejora paulatina de los niveles de endeudamiento relativo. En los hechos, el EBITDA del emisor pasó de \$ 66.084 millones en 2020 a \$ 143.380 millones en 2024, y en lo que respecta al último año se observa un crecimiento de 4,8%. En consecuencia, la relación entre deuda financiera y flujo de caja de largo plazo alcanza las 4,3 veces⁷, encontrándose en su mínimo histórico. Si bien la deuda financiera mostró un crecimiento en el último año⁸, los mayores flujos permitieron mantener relativamente estable sus indicadores de endeudamiento, por tanto, la sociedad ha mostrado que su modelo de negocio diversificado posee la capacidad de adaptarse a los ciclos económicos, distanciándose 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

⁶ 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”.

⁷ Cálculo sin ajustes.

⁸ Principalmente, por mayores inversiones en el segmento inmobiliario en Perú que ha dado buenos resultados.

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 2024, 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.

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 en 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 los 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 2024, aproximadamente un 22,4% 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*).

Cabe señalar que el sector inmobiliario nacional presenta un alto *stock* de viviendas nuevas consecuencia del debilitamiento de la demanda. Sin embargo, en el caso del Besalco, en este segmento la sociedad mantiene un EBITDA positivo y un margen EBITDA de 10,1% y, además, representa en torno al 18,3% de los ingresos de la sociedad, medido como porcentaje promedio de los cinco últimos años. Los ingresos y EBITDA de la compañía han estado liderados, principalmente, por el negocio de Obras Civiles, orientados básicamente a empresas públicas y privadas con adecuada solvencia, y por la línea de Servicio de Maquinarias, de mayor relación con el sector minero y forestal. Estos resultados responden a la estrategia y modelo de negocio que la empresa ha implementado.

Las acciones de la compañía se clasifican en "*Primera Clase Nivel 3*", debido que, a febrero de 2025, la presencia bursátil promedio de la compañía es de 31,3% (últimos doce meses).

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

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

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

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

- 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 2024

Durante 2024, **Besalco** obtuvo ingresos de explotación por \$ 1.023.989 millones, lo que implica un crecimiento de 19,0% respecto de igual periodo del año anterior, debido a mayores niveles de actividad y dinamismo principalmente de los segmentos asociados al sector minero, alcanzando nuevamente un nivel de ventas histórico para la empresa. Por su parte, el costo de venta aumentó en un 20,1%, totalizando \$ 886.944 millones, permitiendo alcanzar un margen bruto de \$ 136.954 millones, un 12,2% superior a 2023, lo que representa un 13,4% del total de ingresos (en 2023 alcanzaba 14,2%).

La compañía generó un EBITDA y una utilidad de \$ 143.380 millones y \$ 48.612 millones, respectivamente, en tanto que, en el mismo periodo **Besalco** exhibía un patrimonio de \$ 340.985 millones y una deuda financiera de \$ 415.387 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A (títulos de deuda de largo plazo)

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

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 (títulos accionarios)

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 Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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 50,0%, 18,3%, 22,9% y 8,8% 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 2024, en un 27,3%, 10,3% 52,1% y 10,3%, 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 5,3% del EBITDA total.

Elevada experiencia y trayectoria en sector: La compañía posee 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 un consolidado de más de 50 proyectos. 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.

Se destaca la incursión en negocios más especializados a través de la adquisición del 100% de la participación en Besalco Montajes.

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 (al menos en el mediano y largo plazo, más allá de situaciones coyunturales). 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 engloba a 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.

En términos contingentes, la compañía en el último periodo muestra un aumento de la deuda financiera, no obstante, esto se debe a la compra de terrenos en Perú, así como la inversión en proyectos DS19 en Chile, debido a los buenos resultados obtenidos de su segmento inmobiliario vendiendo proyectos subsidiados.

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 2024, la empresa mantiene en efectivo disponible equivalente al 13,2% de la deuda financiera total y un 29,3% de la deuda financiera de corto plazo. Actualmente, la compañía se encuentra evaluando diferentes opciones para reestructurar la deuda financiera en el mediano-largo 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 2024, un 22,4% 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 durante 2023 **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 participar en proyectos mayor envergadura con 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 y expandirá el negocio de maquinarias en Perú. Además, en 2024 **Besalco** completó la adquisición del 100% de su participación de Besalco Montajes.

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

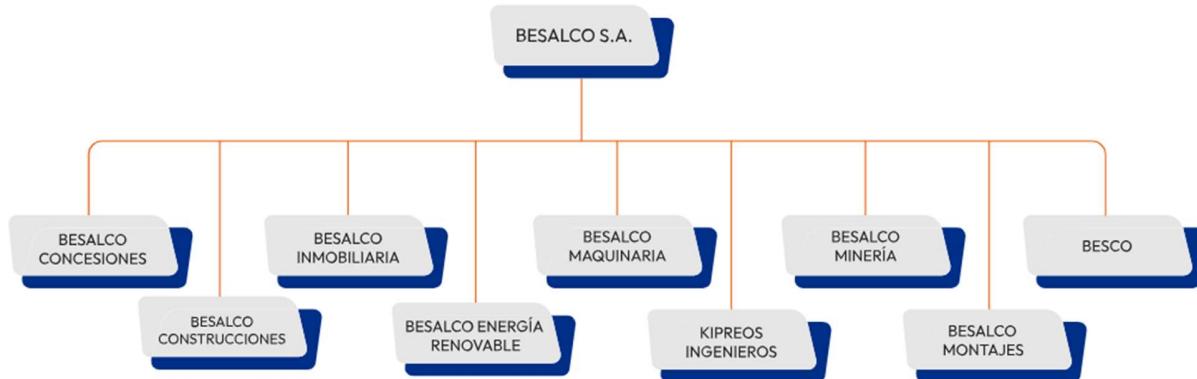


Ilustración 1: Estructura corporativa Besalco

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 2024 proviene, aproximadamente, en un 56,5% del segmento de Obras Civiles, en un 21,4% de Servicios de Maquinaria, 14,1% Desarrollo Inmobiliario, en tanto que el 8,0% restante proviene del segmento Proyectos de Inversión. Por otro lado, el EBITDA consolidado de la compañía a diciembre de 2024, se compuso en un 52,1% del segmento Servicio de Maquinarias, 27,3% del negocio de Obras Civiles, 10,3% Desarrollo Inmobiliario y 10,3% del segmento Proyectos de Inversión.

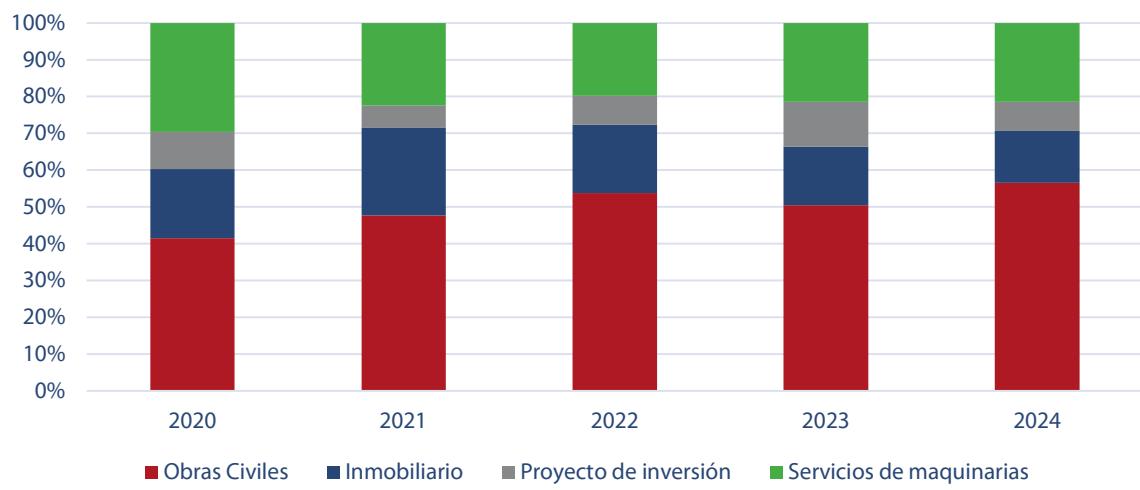


Ilustración 2: Distribución de los ingresos (2020 - 2024)

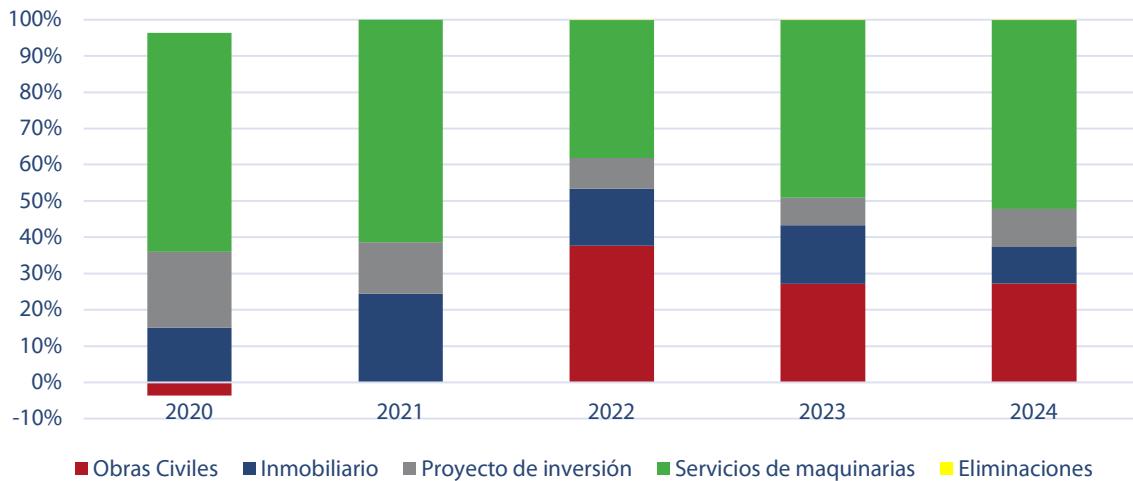


Ilustración 3: Distribución EBITDA (2020 - 2024)

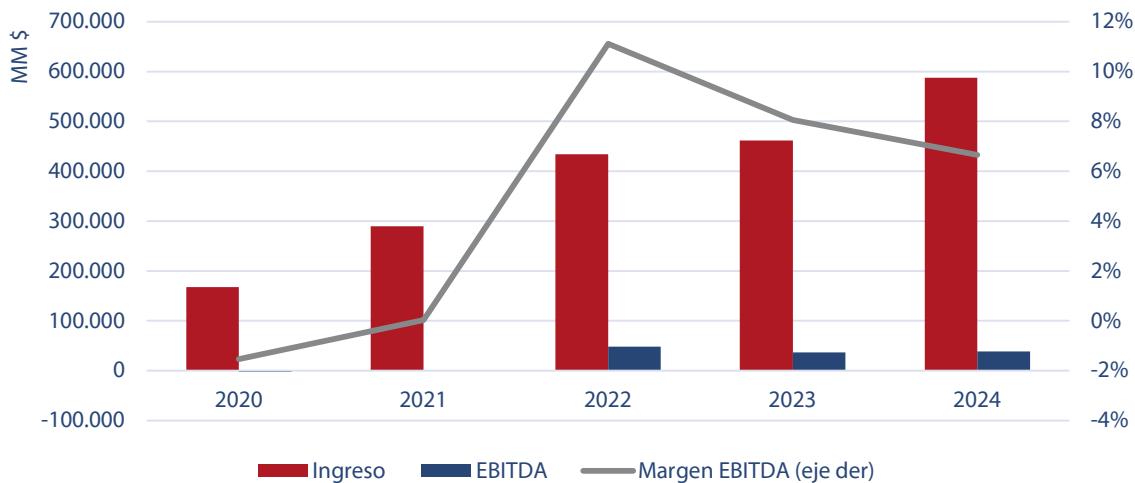
Línea de negocio

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 2020 a 2024 un 50,0% 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 2024, los ingresos del segmento totalizaron \$ 587.413 millones, aumentando en un 27,1% respecto de igual periodo de 2023, principalmente como consecuencia del aumento de la base de contratos, así como algunos sobrecostos, en tanto que el EBITDA alcanzó un valor de \$ 39.058 millones y un margen EBITDA de 6,6%.


Ilustración 4: Evolución del segmento Obras Civiles (2020 - 2024)

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.

En diciembre de 2024, el segmento generó ingresos de \$ 146.083 millones, manteniéndose relativamente estable en relación con 2023 con una disminución de solo un 0,3%. El EBITDA del periodo alcanzó los \$ 14.801 millones con un margen EBITDA de 10,1%.

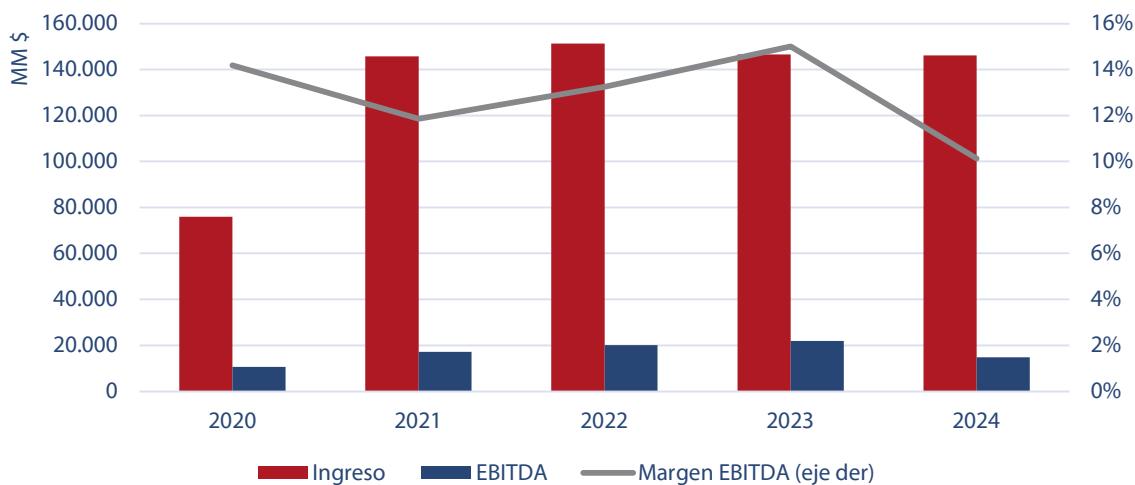


Ilustración 5: Evolución del segmento Desarrollo Inmobiliario (2020 - 2024)

Servicios de Maquinarias

Es el segmento de mayor rentabilidad del grupo y con un mayor aporte de utilidades⁹, 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 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 2024, el segmento Servicios de Maquinarias totalizó ingresos por \$ 222.460 millones, creciendo en un 13,4% en comparación con diciembre de 2023, debido a un aumento en la actividad, dando continuidad a la tendencia al alza de los ingresos desde el 2020 hasta el 2024. Asimismo, el EBITDA al mismo periodo alcanzó un valor de \$ 74.605 millones con un margen EBITDA de 33,5%.

⁹ A excepción del año 2022.

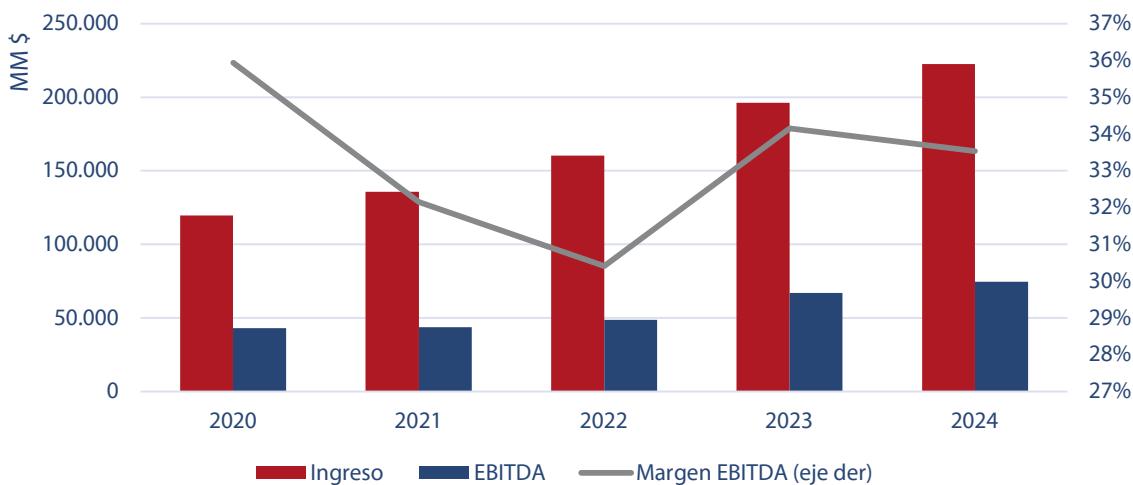


Ilustración 6: Evolución del segmento Servicios de Maquinarias (2020 - 2024)

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 2024 fueron de \$ 82.945 millones, inferior a los \$ 111.694 millones obtenidos en el mismo periodo de 2023, explicado por una caída en la construcción de proyectos de transmisión eléctrica y menor venta de energía por parte de la filial Besalco Energía Renovable S.A. Asimismo, el EBITDA y el margen EBITDA alcanzaron los \$ 14.760 millones y 17,8% respectivamente.

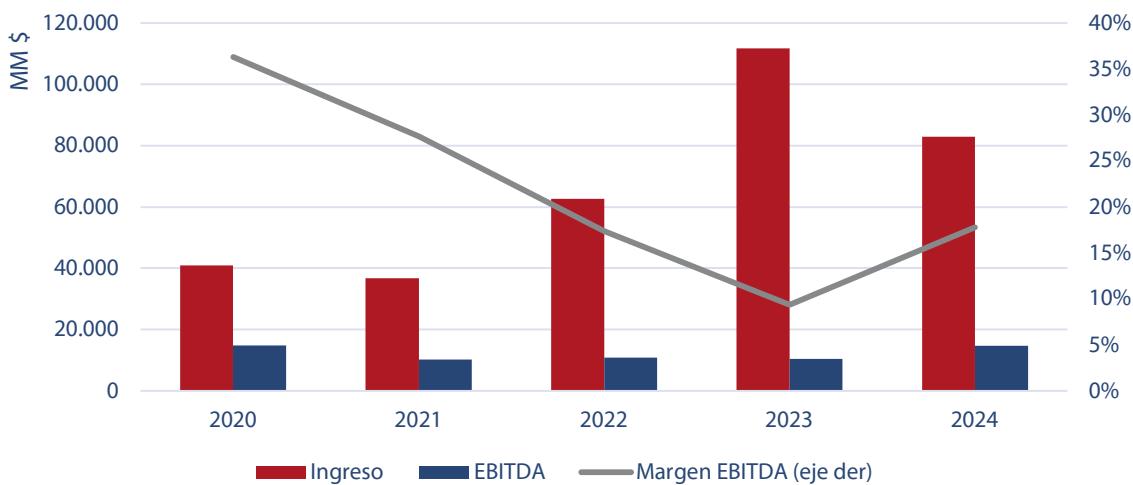


Ilustración 7: Evolución de los ingresos segmento Proyectos de Inversión (2020-2024)

Análisis financiero¹⁰

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Los ingresos de la compañía, en términos reales, presentaron un crecimiento considerable en el periodo comprendido entre 2020 y 2024, alcanzando en diciembre de 2024 un valor de \$ 1.040.436 millones, lo que significa un aumento de 14,0% con respecto a diciembre de 2023, debido a un alto nivel actividad del segmento Obras Civiles y en menor medida de Servicios de Maquinaria, asociado al dinamismo del sector minero. En cuanto al EBITDA, se encuentra en niveles similares a los de 2023, en términos reales, alcanzando los \$ 145.560 millones al cierre de 2024 (0,2% superior a 2023), representando un 14,0% de los ingresos.

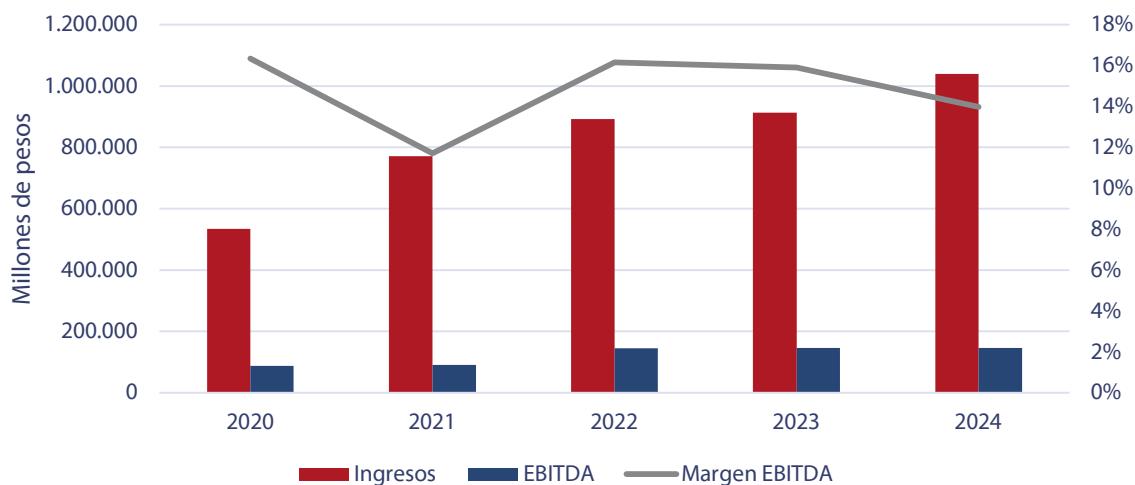


Ilustración 8: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2020-2024)

Evolución del endeudamiento

La relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede ver en la ilustración 9, ha presentado una disminución desde el 2021, no obstante, en 2024 exhibe un leve crecimiento llegando a las 2,7 veces. Cabe señalar que de la deuda financiera total un 30,6% corresponde al segmento de Desarrollo Inmobiliario, en tanto que un 26,8%, un 24,9% y un 17,7% proviene de los segmentos Servicios de Maquinaria, Proyectos de Inversión y Obras Civiles, respectivamente.

¹⁰ 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 2024.

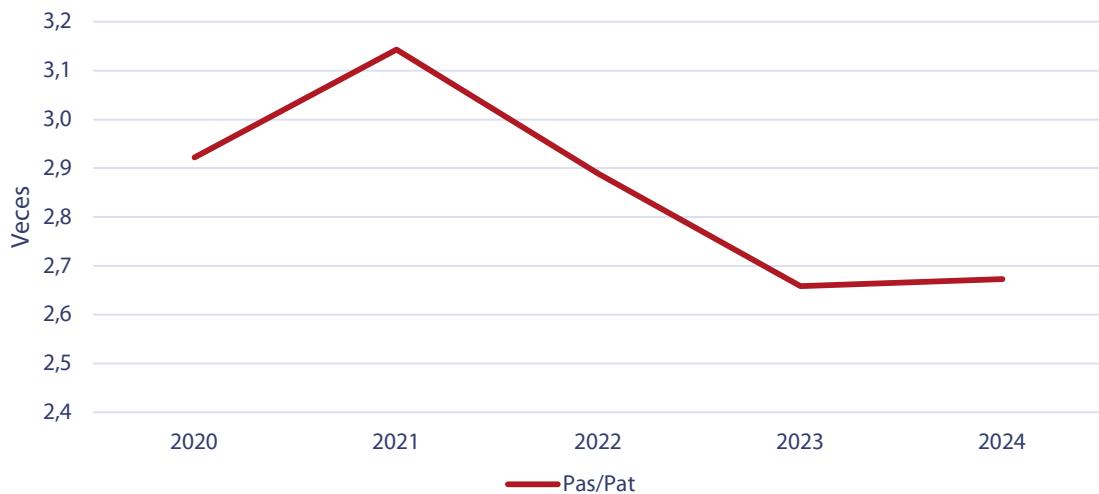


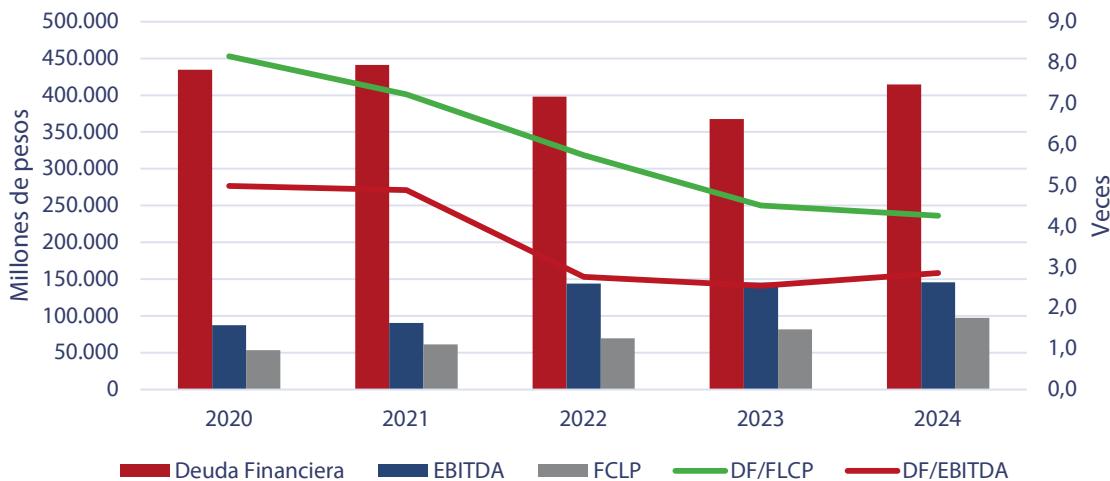
Ilustración 9: Nivel de endeudamiento (2020- 2024)

En tanto, la razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre EBITDA, ha mostrado una tendencia a la baja durante el periodo de análisis, aunque desacelerándose en los últimos periodos, alcanzando, a diciembre de 2024, un valor de 2,8 veces (2,5 en 2023), leve alza que se debe a un aumento del 12,6% de la deuda financiera, producto principalmente de la inversión en nuevos terrenos para la construcción de proyectos inmobiliarios subsidiados en Perú.

Asimismo, el endeudamiento relativo, medido como deuda financiera sobre FCLP¹¹, muestra un comportamiento similar al ejercicio anterior, alcanzando a diciembre de 2024 un valor de 4,3 veces, marcando un mínimo de los últimos cinco años. Adicionalmente, si se realizan ajustes propios del negocio de construcción¹² el indicador de endeudamiento podría ubicarse entre 2,8 y 2,3 veces.

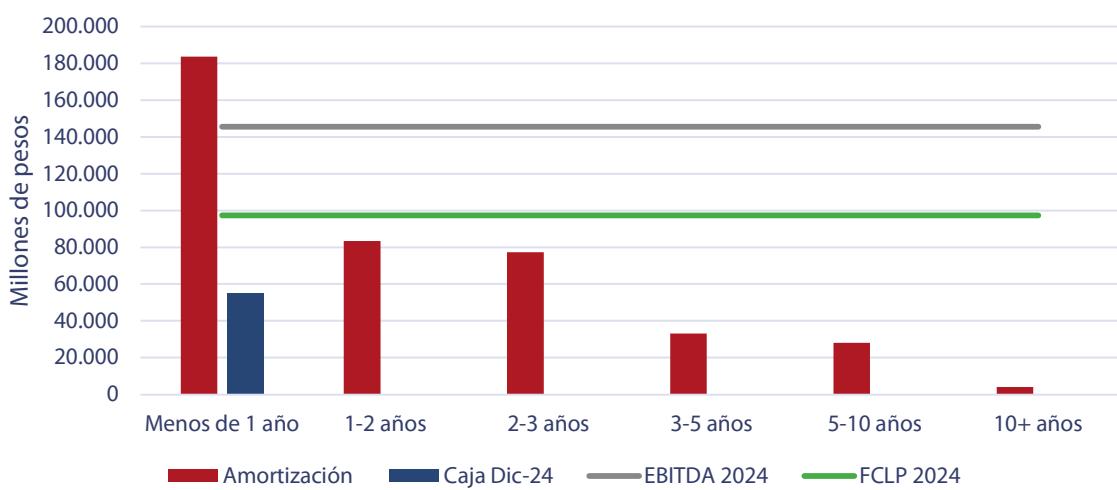
¹¹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

¹² Se ajusta la deuda financiera del negocio descontando los bienes terminados y un porcentaje de los terrenos y de las obras en construcción.


Ilustración 10: Evolución de endeudamiento (2020 - 2024)

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 2024, logran cubrir todos los vencimientos exceptuando los vencimientos corrientes (menores de 1 año), cabe señalar que, parte de la deuda de corto plazo (aunque un menor porcentaje) guarda relación con el negocio inmobiliario, asociada a un activo. Sumado a lo anterior, el ratio razón corriente de la compañía es superior a uno y su nivel de caja equivale al 30% de las amortizaciones para 2025. Por otra parte, de acuerdo con información proporcionada por la compañía, se encuentra evaluando una reestructuración de la deuda en el mediano largo plazo, situación que eventualmente mejoraría el perfil de vencimientos.

Es relevante destacar que, el FCLP debiese tender al alza, acercándose a los valores de EBITDA actuales, dadas las mayores rentabilidades que ha obtenido el negocio en los últimos años en comparación con años anteriores a 2020, producto de su crecimiento.


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 2024.

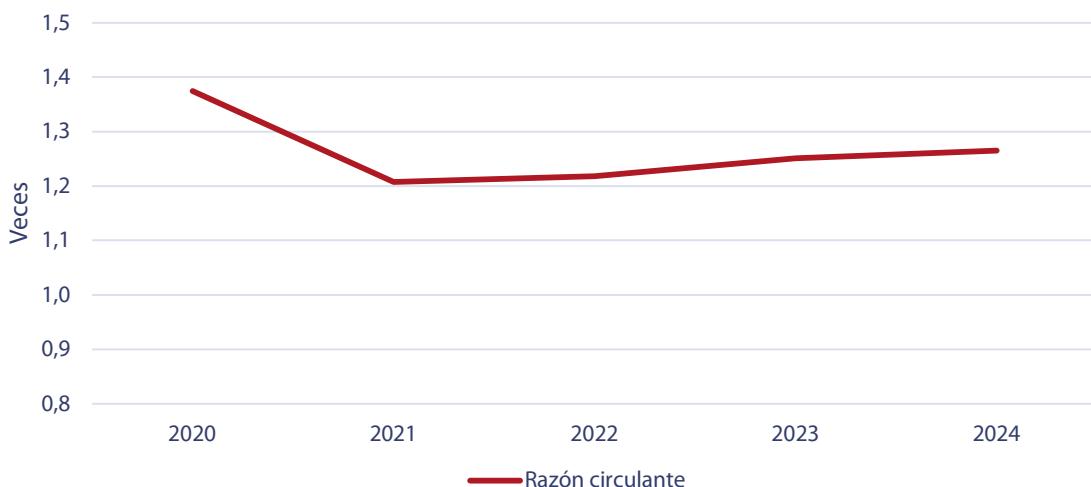
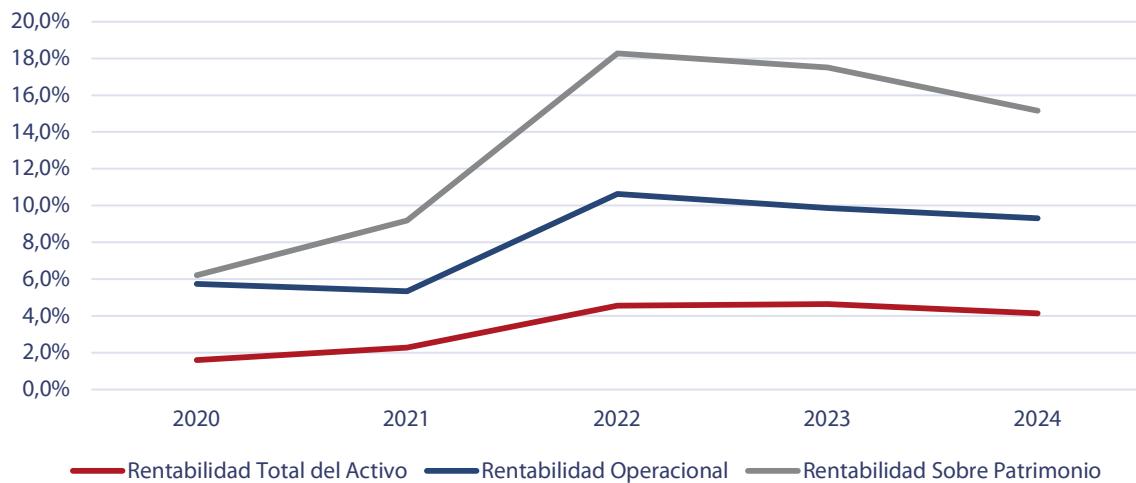


Ilustración 12: Evolución de la razón circulante (2020 - 2024)

Evolución de la rentabilidad¹³

Desde 2022, los niveles de retorno mostraron un salto significativo con respecto a años anteriores, disminuyendo levemente hacia 2024. Los indicadores alcanzaron valores de 4,1% en la rentabilidad del activo, 9,3% en la rentabilidad operacional y 15,1% en rentabilidad sobre patrimonio.

¹³ 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.


Ilustración 13: Evolución de las rentabilidades (%) (2020 - 2024)

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 32% y superiores al 27% mensual. En febrero de 2025 este indicador exhibió un registro de 31,3% (últimos doce meses).


Ilustración 14: Presencia Promedio

Ratios financieros¹⁴

Ratios de liquidez	2020	2021	2022	2023	2024
Liquidez (veces)	1,25	1,18	1,25	1,25	1,22
Razón Circulante (Veces)	1,37	1,21	1,22	1,25	1,27
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,32	1,16	1,16	1,15	1,15
Razón Ácida (veces)	0,86	0,80	0,88	0,87	0,83
Rotación de Inventarios (veces)	2,08	3,15	3,66	3,91	3,82
Promedio Días de Inventarios (días)	175,22	115,72	99,60	93,42	95,57
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,16	3,06	3,19	3,34	3,34
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	115,38	119,27	114,34	109,32	109,34
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,69	3,73	5,06	3,67	4,18
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	98,86	97,77	72,11	99,35	87,28
Diferencia de Días (días)	-16,52	-21,50	-42,23	-9,99	-22,06
Ciclo Económico (días)	-191,74	-137,22	-141,83	-103,41	-117,63

Ratios de endeudamiento	2020	2021	2022	2023	2024
Endeudamiento (veces)	0,75	0,76	0,74	0,73	0,73
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,92	3,14	2,89	2,66	2,67
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,01	1,49	1,68	1,76	1,70
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,98	4,88	2,76	2,53	2,84
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,20	0,21	0,36	0,39	0,35
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	56,07%	50,77%	47,59%	44,91%	45,44%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	6,73%	5,29%	5,70%	5,67%	6,41%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,98	2,46	3,26	2,49	2,36

Ratios de rentabilidad	2020	2021	2022	2023	2024
Margen Bruto (%)	12,71%	9,91%	15,23%	14,20%	13,36%
Margen Neto (%)	3,11%	3,22%	5,79%	5,73%	4,72%
Rotación del Activo (%)	51,32%	67,42%	79,36%	81,00%	83,08%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,59%	2,28%	4,55%	4,64%	4,13%
Inversión de Capital (%)	112,85%	119,60%	109,43%	102,66%	4,13%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,65	7,16	7,81	6,98	99,07%
Rentabilidad Operacional (%)	5,73%	5,33%	10,62%	9,87%	6,83
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	6,21%	9,18%	18,27%	17,51%	9,31%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	79,94%	84,57%	79,99%	80,29%	15,14%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	87,29%	90,09%	84,77%	85,80%	81,74%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	3,72%	3,71%	3,85%	3,80%	86,64%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	17,92%	17,66%	35,92%	31,78%	4,27%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	16,34%	11,72%	16,16%	15,91%	29,15%

¹⁴ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Otros indicadores	2020	2021	2022	2023	2024
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	16,28%	16,66%	16,20%	23,95%	28,40%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	0,79%	0,80%	0,60%	0,59%	0,53%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	4,64%	3,82%	4,11%	3,91%	3,96%
Capital sobre Patrimonio (%)	29,39%	26,44%	22,29%	19,97%	17,32%

"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."