



ACCIÓN DE RATING

5 de junio, 2023

Reseña anual de clasificación

RATINGS

BESALCO S.A.

Solvencia y bonos	A-
Efectos de comercio	N1/A-
Títulos accionarios	Nivel 3
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2023

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Criterio: Relación entre Clasificaciones de Riesgo de Corto y Largo Plazo](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Directora Senior de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgadillo +56 2 2896 8211
Analista Senior de Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

Besalco S.A.

Informe anual de clasificación de riesgo

ICR ratifica en categoría A-/Estable la clasificación de solvencia y bonos de Besalco S.A., mientras que ratifica en categoría N1/A- la clasificación de sus efectos de comercio, y en Primera Clase Nivel 3 el rating de sus títulos accionarios. La ratificación de la evaluación crediticia de Besalco se sustenta en la ponderación de factores cualitativos relacionados a su negocio, como su nivel de diversificación, su gran escala dentro del mercado local, la administración de riesgos de sus proyectos, las relaciones contractuales con clientes —forjadas hacia un horizonte de largo plazo—, y una adecuada gestión de costos. Adicionalmente, incide en su rating la evolución de su fortaleza financiera que, con cifras al 1Q-23, se mantiene categorizada por ICR en un nivel “Adecuado”.

La industria de construcción y desarrollo inmobiliario en Chile ha presentado una serie de riesgos de alta persistencia en el último tiempo, los que han impactado negativamente en el nivel de actividad sectorial. Sin embargo, destacamos que, por el momento, Besalco se encuentra gestionando de buena manera dichos riesgos, lo que se refleja en el continuo aumento de resultados, así como en la adecuada renovación del *backlog* consolidado. Opinamos que un factor clave para explicar lo anterior es su alto nivel de diversificación, mediante sus distintos segmentos de negocios, con exposición en mercados distintos al chileno, y con un fuerte posicionamiento en la línea de maquinarias. De este modo, pese a la alta ejecución de contratos, la incorporación de nuevas adjudicaciones permite proyectar que los favorables resultados de la compañía se mantendrían dentro del corto plazo.

Respecto al perfil financiero de Besalco, la evolución de los indicadores crediticios capturó el mejor rendimiento operacional y la reducción de deuda, esta última explicada por el pago de deuda corporativa y líneas de crédito para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, sumado al reajuste por tipo de cambio de la deuda de la filial de energía. En consecuencia, estimamos que los valores actuales de los ratios de deuda permiten sostener la alta clasificación de solvencia y bonos de Besalco respecto a sus comparables. Si bien vemos como favorable la reducción del stock de deuda, la naturaleza del negocio de la compañía implica que, ante eventuales adjudicaciones de contratos de gran envergadura, el nivel de obligaciones financieras sea susceptible a incrementarse, con una generación de retornos sobre la inversión con mayor notoriedad hacia el mediano plazo. De este modo, no identificamos de momento un cambio estructural en el nivel de riesgo crediticio de la compañía con causa en el actual desapalancamiento.

Para el caso de Besalco, los factores relacionados con su negocio indican que su clasificación de riesgo se inclina hacia categoría A-. Adicionalmente, su fortaleza financiera “Adecuada” ratifica dicho rating, conduciendo a una clasificación de riesgo final en categoría A-.

Perfil de la Empresa

Besalco es una compañía que inició sus operaciones dentro de la industria de construcción y desarrollo inmobiliario (contando con casi 80 años de experiencia en la industria local, y hoy también con presencia en Perú y Colombia), pero que actualmente cuenta con cuatro unidades de negocios, correspondientes a obras civiles, desarrollo inmobiliario, maquinarias y proyectos de inversión. Estos segmentos son operados a través de ocho grandes filiales, de las cuales Besalco S.A. es la matriz. Estas compañías son: Besalco Construcciones, Besalco MD Montajes, Kipreos Ingenieros, Besco, Besalco Inmobiliaria, Besalco Maquinarias, Besalco Energía Renovable y Besalco Concesiones.

La compañía fue fundada por Víctor Bezanilla Salinas, y hasta el día de hoy la familia controla la propiedad de Besalco con una participación que llegó a 52,45% al cierre de 2022, manteniendo una contribución activa en el directorio y administración de la empresa. El actual presidente del directorio, Raúl Bezanilla Saavedra, asumió el cargo tras la renuncia de Víctor Bezanilla Saavedra, quien lideró la sociedad por tres décadas. Finalmente, cabe destacar que Besalco es una sociedad abierta en bolsa desde 1995.

Industria de desarrollo inmobiliario y construcción en Chile

Pese al impulso de programas estatales, entorno sectorial continuaría altamente desafiado en el corto y mediano plazo

En febrero de 2023 se promulgó y publicó la ley que crea un Fondo de Garantías Especiales, que se enfocará en apoyar a la oferta y demanda del sector de construcción y desarrollo inmobiliario, mediante el financiamiento del Programa de Garantías de Apoyo a la Construcción y el Programa de Garantías de Apoyo a la Vivienda. Mediante el primero, empresas constructoras e inmobiliarias cuyas ventas netas anuales superen las UF 100.000 y no excedan UF 1.000.000 podrán optar a garantías que faciliten su acceso al financiamiento (máximo a garantizar corresponde a un 60% o 70% del saldo solicitado por el deudor, dependiendo en el tramo de ventas que se encuentre). En cuanto al Programa de Garantías de Apoyo a la Vivienda, éste considera una garantía máxima del 10% del valor de la primera vivienda a adquirir por los beneficiados, siempre y cuando no hayan recibido algún tipo de subsidio o beneficio estatal para el financiamiento de la vivienda, y el precio de la unidad a adquirir no supere las UF 4.500.

Como indicamos en nuestro [reporte sectorial de febrero de 2023](#), en el que se proporcionó nuestra opinión respecto a los programas estatales señalados, estimamos que estos últimos lograrían reducir las barreras para el acceso a financiamiento, lo que es crucial tanto para asegurar la continuidad operacional de las empresas de la industria como para permitir el acceso a la vivienda de potenciales compradores, siempre y cuando alcance un grado de masificación importante. Pese a lo anterior, seguimos identificando como desafiante el entorno sectorial para el corto y mediano plazo, considerando la persistencia de riesgos como la alta inflación, los mayores costos de construcción que si bien han estabilizado su crecimiento, siguen siendo altos, además de la incertidumbre económica, política y normativa. Asimismo, el bajo nivel de promesas y la decisión de postergar lanzamientos para mantener los equilibrios inmobiliarios podrían generar presiones en los resultados de mediano plazo. De este modo, opinamos que es relevante para la recuperación sectorial la moderación del nivel inflacionario y la generación de empleos de calidad, ya que son factores clave para asegurar la sostenibilidad financiera de la demanda en el tiempo.

Cabe indicar que en marzo de 2023 se publicaron los reglamentos respectivos para la aplicación de la Ley N° 21.543 que creó el Fondo de Garantías Especiales y los programas

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Tora Construcciones S.A.	8,23%
Compass Small Cap Chile FI	6,95%
Inversiones San Rodrigo SpA	6,85%
Inversiones Los Notros SpA	6,63%
Comercial Viluco SpA	4,62%
Inversiones Bedón Limitada	4,59%
Inversiones Beval Limitada	4,59%
Inversiones Huascarán SpA	4,59%
Banco de Chile por cuenta de Citi N.A. New York	4,02%
Inversiones Don Víctor VII S.A.	3,76%
Inversiones Don Víctor I S.A.	3,76%
Toesca Small Cap Chile FI	3,52%

Fuente: CMF, a marzo de 2023

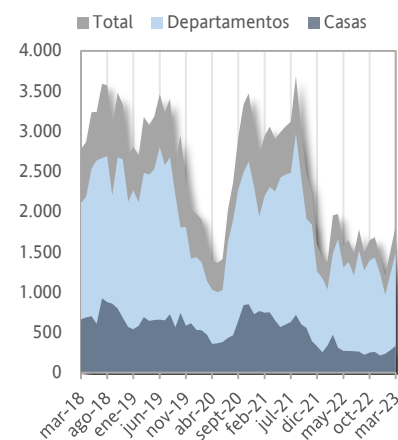
DIRECTORIO

Raúl Bezanilla S.	Presidente
John Graell Moore	Vicepresidente
José Miguel Alcalde P.	Director
Andrés Serra C.	Director
Rodrigo Vergara M.	Director
Viviana Apud L.	Director
José Ignacio Bezanilla Z.	Director

Fuente: CMF

Industria inmobiliaria: Incipiente recuperación de ventas durante 2023, pero niveles de promesas siguen históricamente bajos

Evolución promesas mensuales RM hasta marzo de 2023 (MUF)



Fuente: InfoInmobiliario.

específicos de garantía estatal. Si bien nuestra opinión fue emitida previo a la publicación de dichos reglamentos, consideramos que no existen antecedentes que modifiquen nuestra evaluación al respecto.

Clasificación de riesgo del negocio: **A-**

El alto grado de diversificación de Besalco es una de las principales fortalezas de la compañía para enfrentar las fluctuaciones de la actividad sectorial

Consideramos que Besalco cuenta con un alto reconocimiento de marca, lo que se sostiene en su alta trayectoria. Asimismo, es una de las empresas más grandes de la industria local, con un nivel de ingresos que, luego del aumento considerable observado en 2021, mantuvo su tendencia al alza en 2022, llegando a \$784.841 millones. Junto a lo anterior, estimamos que su buen nivel de diversificación es uno de los principales factores que explican la alta clasificación de riesgo asignada respecto al sector en el que opera, y ha evidenciado ser un elemento fundamental para enfrentar en buena posición la persistencia de riesgos de la industria en el último tiempo. Esto se refleja en la capacidad para renovar su *backlog*, el que ha permanecido en rangos altos pese al escenario sectorial adverso, llegando a UF 33,45 millones al cierre del 1Q-23, cifra que implicó un aumento de 2,1% respecto al valor reportado al término de 2022.

Opinamos que la diversificación de Besalco permite capturar un alto grado de complementariedad entre sus diferentes filiales que, de hecho, es uno de los pilares de la compañía dentro de su foco estratégico.

Negocio de obras civiles mantuvo una alta incorporación de nuevos contratos, con buenos niveles de actividad comprometidos en Besalco Construcciones y Kipreos, pero con mayor dificultad en Besalco Montajes

El segmento de obras civiles ha continuado siendo el de mayor contribución a los ingresos consolidados de Besalco, concentrando un 52,9% de los ingresos en 2022, y un 53% al 1Q-23. Este segmento ha enfocado su operación en contratos con clientes del sector privado, en línea con los objetivos generales del plan estratégico de Besalco. Respecto a este negocio, opinamos que, al centralizar la evaluación de proyectos en un comité específico de la matriz, se logra un buen grado de administración de riesgos, mientras que la gestión de costos representa un nivel de riesgo intermedio, al combinar contratos indexados y/o a precio unitario con contratos a precios fijos.

Si bien las filiales que componen este segmento han mantenido un buen desempeño operacional, Besalco Montajes ha presentado mayores dificultades para renovar su *backlog*, el que se situó en MUF 333 al cierre del 1Q-23. Pese a lo anterior, estimamos que la reducción de adjudicaciones en dicha filial podría ser mitigada por los buenos niveles de actividad comprometida en las otras filiales de este segmento, con un *backlog* que llegó a MUF 11.632 en el caso de Besalco Construcciones y a MUF 2.249 en Kipreos. Cabe indicar que desde 2023, los proyectos de obras civiles en Perú que reportaba anteriormente Besco ahora son llevados por Besalco Construcciones.

Unidad de desarrollo inmobiliario afectada por un complejo contexto industria en Chile, lo que contrasta con el buen dinamismo de Besco en Perú

Los ingresos de esta unidad representaron un 18,8% de los ingresos de Besalco en 2022 y un 12,5% al 1Q-23, agrupando la actividad de Besalco Inmobiliaria en Chile y de Besco en Perú (queda una fracción pequeña de resultados procedentes de contratos de obras civiles en esta filial). En Chile, los resultados al 1Q-23 fueron favorables, pero el bajo nivel de promesamiento que afecta a la industria, y la consecuente decisión de limitar el lanzamiento de nuevos proyectos, implicaría una reducción temporal del tamaño de la

ÁREAS DE NEGOCIOS DE BESALCO

Obras civiles: Mediante esta unidad, la compañía realiza obras como carreteras, puentes, viaductos, túneles, obras ferroviarias, obras de generación y transmisión de energía eléctrica, edificación de uso comercial, hospitalario, entre otras. Entre los principales clientes se encuentran Empresa de Ferrocarriles del Estado (EFE), Metro de Santiago, Anglo American Perú, Servicio de Salud, Codelco, Teck Quebrada Blanca y Arauco.

Desarrollo Inmobiliario: Este segmento considera el desarrollo y ejecución de proyectos inmobiliarios propios y en consorcios con terceros, en Chile, Perú y Colombia. El modelo de negocio incluye el ciclo inmobiliario completo, con la adquisición de tierras, el desarrollo de proyectos, obtención de permisos, construcción, venta y postventa.

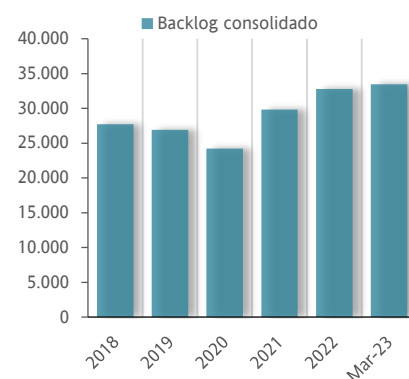
Maquinarias: Segmento encargado de la prestación de servicios con maquinaria especializada en el transporte y operaciones de los sectores minero y forestal principalmente. En específico, los servicios incluyen: carguío y transporte de tierras y minerales, extracción y procesamiento de minerales, prestación de servicios de transporte de ripios y operación de botaderos, cosecha de bosques, arriendo de equipos a terceros, entre otros.

Proyectos de inversión: En esta área de negocios se incluyen las inversiones en infraestructura (contratos de concesión de obras públicas y privadas) y energías renovables (generación y transmisión).

Fuente: Elaboración propia en base a memoria anual 2022.

Backlog consolidado de Besalco mantuvo su crecimiento durante el 1Q-23, pese a la alta ejecución de contratos

Evolución del *backlog* consolidado de Besalco (MUF)



Fuente: Presentación de resultados.

inmobiliaria. En el caso de Besco en Perú, si bien los resultados han capturado desfases de entregas, mantiene buenas perspectivas, y la evolución del negocio no se ha visto afectada de momento por el contexto político.

Destacamos favorablemente la operación del negocio inmobiliario bajo un modelo integrado verticalmente, ya que permite un mayor grado de control sobre el desarrollo de proyectos. Asimismo, su diversificación geográfica evita la concentración de la generación de flujos en un solo mercado, lo que es positivo para su calidad crediticia, aunque se debe tener en cuenta que el nivel de riesgo soberano de Perú (rating de Baa1/Negativa por Moody's) es superior al de Chile (rating de A2/Estable por Moody's). En contraposición a lo anterior, consideramos que la política de adquisición de paños para el desarrollo relativamente inmediato de proyectos inmobiliarios puede representar una mayor exposición a los riesgos de disponibilidad de tierras.

En la evaluación del negocio de Besalco pondera favorablemente la profundización de su diversificación mediante la unidad de maquinarias, segmento que ha continuado fortaleciendo su backlog de contratos

Destaca la contribución que realiza el negocio de maquinarias al EBITDA consolidado de la compañía, que superó el 40% durante el 1Q-23, presentando consistentemente márgenes superiores a otros segmentos de la compañía. Identificamos ciertos factores que han explicado el buen posicionamiento de Besalco en este segmento, como las barreras de entrada dado los altos montos de inversión y experiencia involucrada, junto con el establecimiento de relaciones con clientes en un horizonte de largo plazo.

El *backlog* de este segmento llegó a MUF 13.884 a marzo de 2023, incrementándose 4,3% respecto a diciembre de 2022, el que se distribuyó en minería de cobre (MUF 8.764), forestal (MUF 2.328) y minería no cobre (MUF 2.791). Dicho *backlog* está conformado por 31 contratos, con duración promedio de 31 meses, dividido en 12 clientes distintos.

Mediante la unidad de proyectos de inversión, Besalco logra capturar oportunidades de negocios que complementan su grado de diversificación, pero que implican un mayor nivel de apalancamiento

Consideramos que Besalco profundiza sus niveles de diversificación mediante esta unidad de negocios, a través de la inversión en activos de largo plazo, los que generan un flujo relevante una vez se enajenan. Sin embargo, las etapas iniciales de los proyectos implican desembolsos importantes, lo que incrementa el apalancamiento de la compañía, dado que los retornos de la inversión toman tiempo en materializarse.

En línea con la estrategia de invertir en activos, pero no mantenerlos en el largo plazo, Besalco Energía actualmente se encuentra en la búsqueda de ofertas para la enajenación de centrales de generación, de la cual aún no se conoce un acuerdo vinculante, pero cuya evaluación dependerá, entre otros factores, de los usos del flujo percibido.

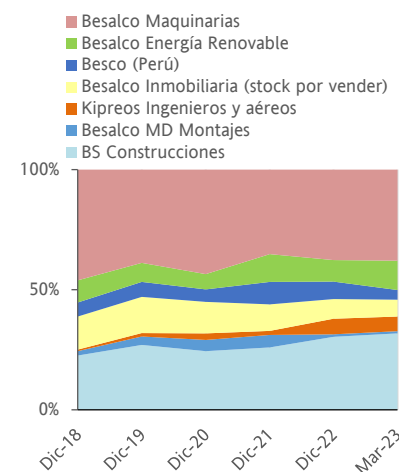
Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

Alto nivel de contratos explicó que los resultados de Besalco mantuvieron su crecimiento durante el 1Q-23

Besalco reportó ingresos consolidados por \$173.642 millones al 1Q-23, implicando un crecimiento de 4,5% respecto al 1Q-22, impulsados principalmente por los segmentos de maquinarias (+34,5%) y proyectos de inversión (+25,2%), cuyos incrementos superaron al descenso en los ingresos de obras civiles y construcciones (-7,6%). Los ingresos de maquinaria variaron al alza gracias al mayor nivel de actividad, reajuste de contratos y alza del tipo de cambio, mientras que en proyectos de inversión el aumento

Negocios de maquinaria y obras civiles concentran la mayor parte del *backlog* de la compañía

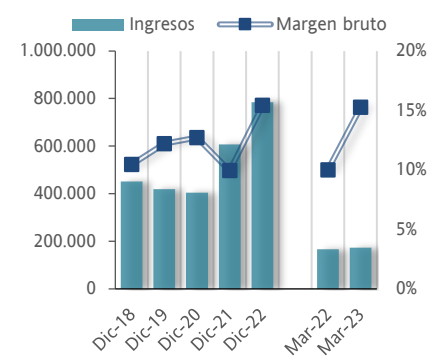
Evolución del *backlog* por filial (%)



Fuente: Presentación de resultados.

Al 1Q-23, Besalco reportó un aumento en su margen bruto, aun cuando persisten sobrecostos en algunas filiales

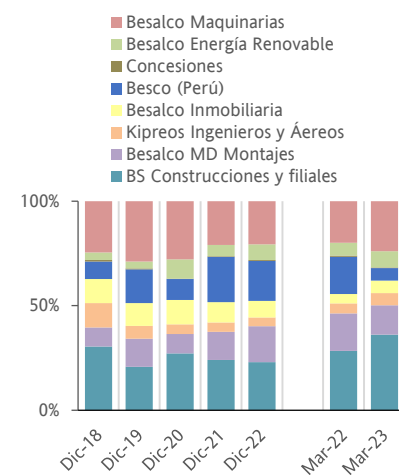
Evolución ingresos (MM\$) y margen bruto (%)



Fuente: Estados financieros

Mediante sus filiales, el segmento de obras civiles es el que mayor contribución realiza a los ingresos consolidados de Besalco

Composición de ingresos por filial (%)



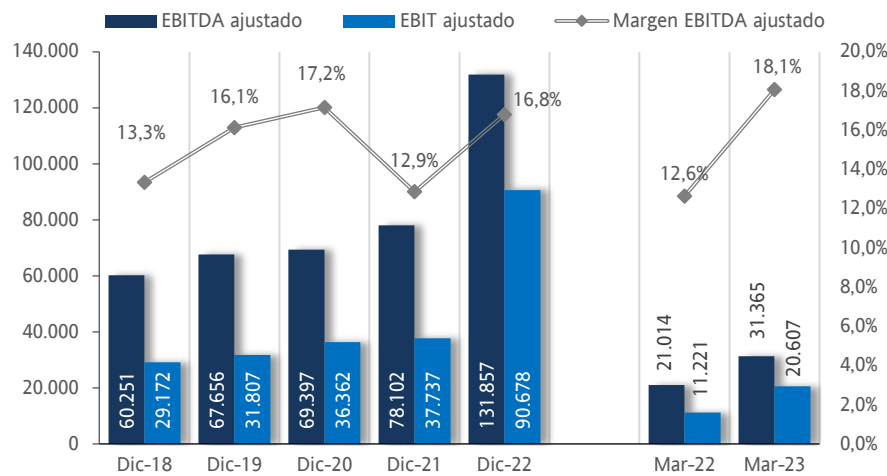
Fuente: Presentación de resultados.

provino del mayor volumen de generación, mayores precios *spot* de energía y mayor volumen de proyectos de transmisión y construcción a terceros. Si bien el crecimiento de los ingresos puede considerarse como moderado, se debe tener en cuenta que la base de comparación es exigente, ya que en 2022 se reportó un nivel de ventas históricamente alto.

Aun cuando ciertas filiales de la compañía continúan enfrentando sobrecostos e ineficiencias, la ganancia bruta (incluyendo consorcios) aumentó 51,5% entre el 1Q-22 y el 1Q-23, favorecida por los segmentos de obras civiles y construcciones, proyectos de inversión y servicios de maquinarias. Dado lo anterior, Besalco reportó un EBITDA ajustado¹ de \$31.365 millones al cierre de marzo de 2023, incrementándose 49,3% respecto al generado durante el primer trimestre de 2022. El margen EBITDA ajustado², en tanto, creció desde 12,6% hasta 18,1%.

Mejora en margen bruto de Besalco implicó un aumento en su generación de EBITDA y EBIT ajustado durante el 1Q-23

Evolución EBITDA ajustado (MM\$), EBIT ajustado (MM\$) y margen EBITDA ajustado (%)



Fuente: Estados financieros

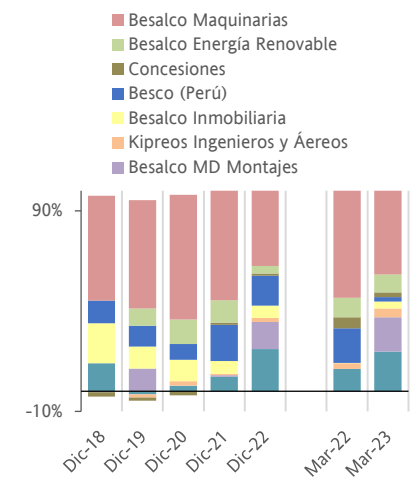
Adicionalmente, el EBIT ajustado³ de Besalco llegó a \$20.607 millones al 1Q-23, incrementándose 83,6% respecto al primer trimestre de 2022. A nivel no operacional, la variación de mayor magnitud ocurrió en los gastos financieros netos (+67,9%), considerando las mayores tasas de financiamiento en el entorno de alta inflación. Como consecuencia del buen rendimiento operacional, la utilidad atribuible a los controladores llegó a \$7.742 millones al 1Q-23, incrementándose 40,2% respecto a marzo de 2022.

Dentro de los principales movimientos de efectivo de la compañía al comparar el 1Q-22 con el 1Q-23, se encuentran los mayores pagos de deuda y la menor obtención de nuevo financiamiento, lo que explicó el descenso de \$32.223 millones en el flujo de financiamiento. Asimismo, el mayor CAPEX (+\$11.699 millones) por la adquisición de equipos y maquinarias para la ejecución de nuevos contratos y renovación habitual explicó una baja de \$9.552 millones en el flujo de inversión. Las reducciones anteriores fueron parcialmente absorbidas por un mayor flujo operacional (+\$5.335 millones), debido a un decrecimiento en los pagos a proveedores y empleados.

Estimamos que el alto nivel de actividad comprometida permitiría proyectar que los resultados de Besalco se mantendrían altos durante el corto plazo, presentando como principales desafíos para el mediano plazo la incorporación de contratos de inversión estructurales al *backlog*, las que se han visto pausadas por el momento dado el contexto de incertidumbre política y económica.

EBITDA generado por Besalco Maquinarias es significativamente superior al resto de las filiales

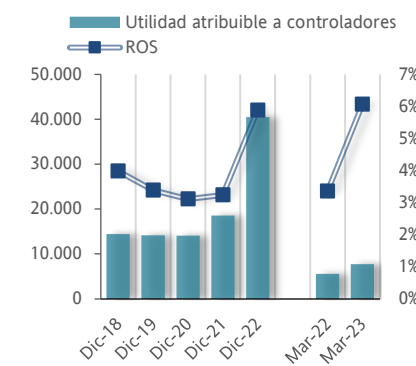
Apertura de EBITDA por filial (MM\$)



Fuente: Presentación de resultados.

Resultado del 1Q-23 impactado positivamente por mayor rendimiento operacional

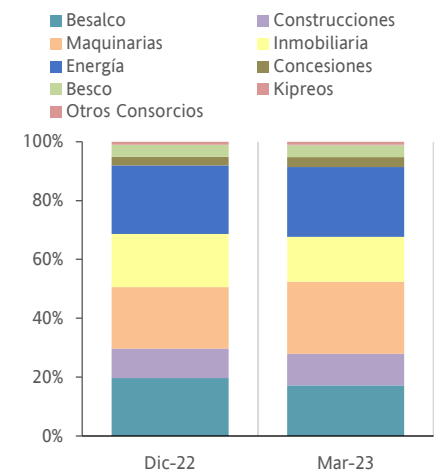
Evolución utilidad atribuible a controladores (MM\$) y ROS (%)



Fuente: Estados financieros

Deuda financiera proviene principalmente de los segmentos de maquinarias, inmobiliario, energía, y deuda corporativa

Apertura de deuda financiera de Besalco por negocio, al 4Q-22 y al 1Q-23 (%)



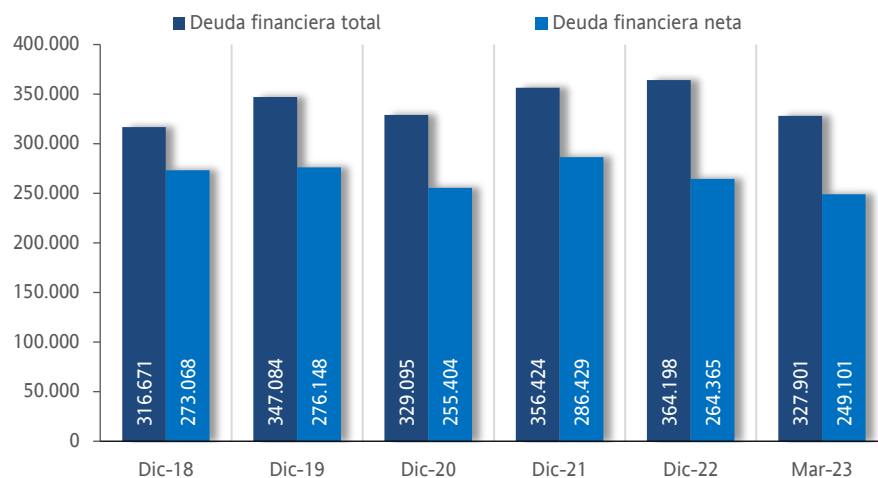
Fuente: Presentación de resultados.

Indicadores crediticios de Besalco han capturado la reducción de la deuda reportada en el último tiempo

La compañía reportó un nivel de deuda financiera⁴ de \$327.901 millones al cierre de marzo de 2023, reduciéndose 10% respecto al stock de obligaciones registrado al finalizar 2022. El descenso de la deuda procedió del pago de amortización de bonos corporativos y líneas de crédito inmobiliarias, junto al reajuste por tipo de cambio de la deuda de la filial de energía. Este menor nivel de obligaciones financieras fue compensado parcialmente por un mayor saldo de *leasing* para nueva maquinaria.

Obligaciones financieras de Besalco se redujeron al 1Q-23, debido a pagos de deuda corporativa y líneas de crédito del negocio inmobiliario, junto al reajuste de la deuda de la filial de energía

Evolución de deuda financiera total y neta de Besalco (MM\$)



Fuente: Estados financieros

La compañía cuenta con un modelo de financiamiento diferente para cada unidad de negocios. En particular, el segmento de obras civiles se financia mayormente con anticipos y estados de pagos, lo que implica que la deuda asociada a este negocio sea relativamente reducida. En cuanto a la unidad de desarrollo inmobiliario, ésta considera líneas de crédito de corto plazo, las que se van pagando conforme avanza la escrituración de los proyectos. Por otro lado, el negocio de maquinaria se financia mediante *leasing* de mediano plazo, mientras que el segmento de inversión obtiene recursos mediante *Project Finance*. Adicional al financiamiento cursado por las filiales, Besalco S.A. también mantiene obligaciones financieras con el público a través de los bonos series A y B.

La deuda estructurada de la compañía está concentrada principalmente en el corto y mediano plazo, por lo que estimamos que la caja mantendría egresos importantes para cubrir las próximas amortizaciones programadas. Pese a lo anterior, estimamos que, con el efectivo disponible al cierre del 1Q-23, el flujo operacional proyectado para 2023, y las salidas de caja destinadas a inversiones y dividendos, Besalco tendría holgura suficiente para cubrir sus obligaciones financieras estructuradas de corto plazo (RCSD⁵). Si bien consideramos que la empresa contaría con liquidez suficiente para cubrir el servicio de su deuda, no descartamos que se produzcan eventuales refinanciamientos parciales de sus obligaciones financieras, conforme las condiciones de mercado sean favorables para este tipo de operaciones.

En concordancia con la reducción de deuda observada en el último tiempo, los indicadores crediticios continuaron fortaleciéndose durante el 1Q-23, permitiendo sostener la alta clasificación asignada a Besalco respecto a sus comparables. Tanto los ratios de endeudamiento como la relación de deuda financiera neta sobre EBITDA tuvieron una mejora en el primer trimestre del año, consolidando la tendencia a

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN EFECTOS DE COMERCIO

Existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa ([Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo](#)).

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de corto plazo. Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

desapalancamiento evidenciada desde 2022. La cobertura de gastos financieros ajustados, en tanto, dio cuenta de una reducción producto del aumento de los costos financieros ajustados en una proporción superior al crecimiento operacional de la compañía, aunque se mantiene en rangos suficientes para no deteriorar la categorización de su fortaleza financiera en un nivel “Adecuado” por parte de ICR. Si bien evaluamos como favorable la reducción del endeudamiento de Besalco, estimamos que en un eventual escenario donde la compañía se adjudique contratos de gran envergadura, el stock de deuda es altamente susceptible a incrementarse y, aunque dichas inversiones incidirían positivamente en la generación de flujos, existe un período de maduración de los contratos en que comienzan a reportar retornos con mayor notoriedad.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Mar-23
Endeudamiento total ⁶	2,57	2,89	2,92	3,14	2,89	2,86
Endeudamiento financiero ⁷	1,62	1,74	1,64	1,60	1,37	1,27
Endeudamiento financiero neto ⁸	1,40	1,38	1,27	1,28	1,00	0,96
EBIT ajustado / gastos financieros ajustados ⁹	2,15	2,06	2,59	2,51	3,58	3,03
EBIT ajustado / gastos financieros netos ajustados ¹⁰	2,83	2,13	2,97	2,74	3,99	3,41
Deuda financiera / EBITDA ajustado ¹¹	5,26	5,13	4,74	4,56	2,76	2,31
Deuda financiera neta / EBITDA ajustado ¹²	4,53	4,08	3,68	3,67	2,00	1,75
Razón circulante ¹³	1,42	1,44	1,37	1,21	1,22	1,23
Razón ácida ¹⁴	0,95	0,87	0,86	0,80	0,88	0,85

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N° 853 (serie A), N° 908 (serie B), y N° 1.095. En nuestra opinión, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 853	Línea 908	Línea 1.095
Fecha inscripción	28-feb-2017	16-ago-2018	2-nov-2021
Plazo (años)	10	8	10
Monto inscrito	UF 800.000	UF 2.000.000	UF 2.500.000
Monto colocado vigente	UF 160.000	UF 1.000.000	-
Serie vigentes	A	B	-

Fuente: Elaboración propia con información CMF a abril de 2023 e información de la compañía.

Principales características series de bonos

	Serie A	Serie B
N° de inscripción	853	908
Fecha inscripción	8-mar-2017	7-sept-2018
Plazo (años)	6,83	6,00
Monto inscrito	UF 800.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 800.000	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 160.000	UF 1.000.000
Tasa emisión (%)	4,50	2,70
Garantía	No contempla	No contempla
Vencimiento	20-ene-2024	3-oct-2024

Fuente: Elaboración propia con información CMF a abril de 2023 y LVA Índices.

La compañía mantiene las siguientes restricciones financieras, cuya medición se realiza al cierre de cada ejercicio:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Serie	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Cobertura de gastos financieros ¹⁵	≥ 3,0 veces	A (Línea 853) y B (Línea 908)	5,38	6,40	6,87	6,64
Deuda financiera neta sobre patrimonio ¹⁶	≤ 1,8 veces	A (Línea 853) y B (Línea 908)	1,42	1,28	1,29	1,01
Índice EBITDA ¹⁷	≥ 70%	A (Línea 853)	77,43%	86,27%	81,89%	70,92%
Índice EBITDA de filiales esenciales y asociadas ¹⁸	≥ 60%	B (Línea 908)	93,13%	95,47%	100,57%	95,15%

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Efectos de comercio

Besalco mantiene vigente la línea de efectos de comercio N° 148 (inscrita el 2 de noviembre de 2021), por un monto de UF 700.000, sin colocaciones vigentes actualmente.

Títulos accionarios

La clasificación de los títulos accionarios nemotécnico BESALCO en Primera Clase Nivel 3, se sostiene en la presencia bursátil de los papeles (promedio de 43,9% entre junio de 2022 y mayo de 2023, contando con *market maker*), el *floating* (inferior a 50%) y la clasificación de solvencia de la empresa (categoría A-).

Evolución de ratings

Evolución de clasificaciones de Besalco

Fecha	Solvencia y bonos	Efectos de comercio	Acciones	Tendencia	Motivo
30-may-2022	A-	N1/A-	Primera Clase Nivel 3	Estable	Primera clasificación
29-sept-2022	A-	N1/A-	-	Estable	Revisión industria ante riesgos sectoriales
31-may-2023	A-	N1/A-	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Para mayor detalle del evolutivo de rating, favor [visite nuestra página web](#).

Definición de categorías

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría A.

Nivel 1 o N1

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 con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y la volatilidad de sus retornos.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-22	mar-23
Activos corrientes	344.727	388.094	406.387	507.352	584.215	531.988	563.147
Activos no corrientes	353.662	388.526	381.474	418.088	446.021	404.253	435.070
Efectivo y equivalentes	41.389	69.885	73.096	69.994	98.461	85.611	77.492
Inventarios	124.623	158.529	156.691	174.698	175.158	179.794	182.205
Pasivos corrientes	242.682	269.545	295.587	420.190	479.493	420.398	459.134
Pasivos no corrientes	260.003	307.654	291.380	281.903	285.814	286.099	280.583
Deuda financiera total	316.671	347.084	329.095	356.424	364.198	344.373	327.901
Deuda financiera neta	273.068	276.148	255.404	286.429	264.365	258.762	249.101
Patrimonio	195.703	199.420	200.894	223.347	264.928	229.744	258.500
Ingresos de explotación	451.697	419.480	404.336	607.241	784.841	166.194	173.642
Ganancia bruta	47.166	51.196	51.404	60.290	120.996	16.611	26.494
Margen bruto (%)	10,4%	12,2%	12,7%	9,9%	15,4%	10,0%	15,3%
Ingresos financieros	3.287	509	1.789	1.220	2.649	320	1.317
Gastos financieros en resultados	11.536	12.668	11.128	11.540	20.248	3.496	6.649
Gastos financieros activados del período	2.062	2.771	2.917	3.472	5.108	687	5.165
Gastos financieros netos ajustados ¹⁹	10.311	14.930	12.255	13.793	22.707	3.863	10.497
Resultado del ejercicio atribuible al controlador	14.413	14.120	14.073	18.562	40.515	5.521	7.742
EBITDA ajustado	60.251	67.656	69.397	78.102	131.857	21.014	31.365
Margen EBITDA ajustado (%)	13,3%	16,1%	17,2%	12,9%	16,8%	12,6%	18,1%
EBIT ajustado	29.172	31.807	36.362	37.737	90.678	11.221	20.607
Flujo de caja operacional	-62.068	16.491	37.477	57.325	86.963	20.881	26.216
Flujo de caja de inversión	-15.927	-11.366	-9.794	1.351	14.339	11.648	2.096
Flujo de caja de financiamiento	80.802	23.371	-24.471	-61.778	-72.836	-16.949	-49.281
ROA (%)	2,7%	1,9%	1,6%	2,3%	4,7%	2,6%	5,0%
ROE (%)	9,1%	7,2%	6,3%	9,3%	18,9%	10,2%	19,7%

¹ EBITDA ajustado = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos por función – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos por función + otras ganancias/pérdidas + depreciación y amortización + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación.

² Margen EBITDA ajustado = EBITDA ajustado / Ingresos de actividades ordinarias.

³ EBIT ajustado = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos por función – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos por función + otras ganancias/pérdidas. Incluye el ítem participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación.

⁴ Deuda financiera total = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

⁵ Servicio de la deuda (RCS D) = (Efectivo y equivalentes + flujo de caja de la operación – CAPEX – impuestos – dividendos, proyectados) / servicio de la deuda estructurada próximos 12 meses (capital e interés).

⁶ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁷ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total. Incluye arrendamientos financieros IFRS 16.

⁸ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

⁹ EBIT ajustado / gastos financieros ajustados = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros + gastos financieros activado del período, anualizados).

¹⁰ EBIT ajustado / gastos financieros netos ajustados = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros + gastos financieros activados del período – ingresos financieros, anualizados).

¹¹ Deuda financiera / EBITDA ajustado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / EBITDA ajustado. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

¹² Deuda financiera neta / EBITDA ajustado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA ajustado. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

¹³ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁴ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹⁵ Cobertura de gastos financieros = EBITDA ajustado / costos financieros.

¹⁶ Deuda financiera neta sobre patrimonio = (Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes + avales de créditos no incluidos en los estados financieros consolidados – efectivo y equivalentes de efectivo consolidado – efectivo y equivalentes de avales a créditos que no consolidan + pactos de retroventa + cuentas de reserva servicio de deuda) / Patrimonio total.

¹⁷ Índice de EBITDA = EBITDA individual filiales esenciales (Besalco Construcciones S.A., Besalco Inmobiliaria S.A. + Besalco Concesiones S.A. + Besalco Maquinarias S.A. + Besalco Energía Renovable S.A.) / EBITDA ajustado.

¹⁸ Índice EBITDA de filiales esenciales y asociadas = (EBITDA individual filiales esenciales + EBITDA individual de empresas asociadas, donde el emisor tiene una participación igual o superior a 50%) / EBITDA ajustado.

¹⁹ Gastos financieros netos ajustados = Gastos financieros + gastos financieros activados del período – ingresos financieros, anualizados.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.