

Sector Construcción: A pesar de mejores expectativas, escenario externo limita upside

Por Nicolas Libuy

Resumen

Los resultados presentados por Besalco y SalfaCorp, se vieron impulsados debido a un buen resultado en el segmento inmobiliario, donde esperamos que el ciclo de escrituraciones esté centrado en el primer y último trimestre del año, a la vez que construcciones presentó resultados similares a los del primer trimestre 2018. Por el lado del backlog, a pesar de mantenerse en niveles altos, estos están mostrando ciertas presiones a la baja, cayendo 2,5% a/a y -20% a/a respectivamente.

- Por otro lado, las recientes cifras del PIB al primer trimestre mostraron un incremento de 2,7% a/a para el sector construcción, manteniendo el ritmo anotado en 2018. Si bien el índice Mensual de la Actividad de la Construcción (IMACON) mostró cierta desaceleración hacia el cierre del 2018, estimamos que debiera ir de menos a más en la medida que se vaya materializando el escenario de inversión previsto para este año.

- De acuerdo a la recuperación estimada para 2019, en el caso del Índice Mensual de Confianza Empresarial de construcción (IMCE), este se mantuvo en terreno optimista por segundo mes consecutivo (52,2 pts en abril), superior a marzo 2018 donde alcanzó la mayor cifra de ese año (51,2), luego de un 2018 marcado por su permanencia en la zona pesimista.

- La mejora en las cifras de inversión y permisos de edificación ratifican un panorama más favorable para el sector, donde el crecimiento de la inversión proyectado por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) se sitúa entre 2,6% y 4,6% para 2019.

- Nuestro escenario base, el que considera un crecimiento estimado de 6% para la Formación Bruta de Capital Fijo, muestra signos positivos respecto a la inversión. Por el lado de los permisos de edificación, luego de 3 meses de caídas, la variación interanual del promedio móvil trimestral volvió a mostrar cifras positivas a partir de octubre, con una variación de 16% a diciembre.

Con todo, considerando un escenario global algo más incierto, existen importantes desafíos. En el caso de Besalco, los drivers estarían sujetos a que el backlog se mantenga en los niveles actuales y continúe el dinamismo en el segmento de maquinarias. Por el lado de Salfacorp, principalmente, en la medida que logre recuperar sus márgenes en ICSA y mantenga el backlog en niveles históricos impulsarían los papeles.

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	B/L Forward	Dividend Yield
Besalco	Mantener	640	17,6	1,5	1,7%
Salfacorp	Sobreponderar	1.050	10,7	0,9	2,8%

IMACON mantendría números positivos

Si bien el índice Mensual de la Actividad de la Construcción (IMACON) mostró cierta desaceleración hacia el cierre del 2018 (gráfico 1), estimamos que debiera ir de menos a más en la medida que se vaya materializando el escenario de inversión previsto para este año. Adicionalmente, las cifras de crecimiento del PIB al primer trimestre muestran una mantención del ritmo del sector construcción en torno a 2,7% a/a (gráfico 2). En la medida que la incertidumbre global disminuya, se debiera afianzar un escenario de crecimiento local más cercano a 3,5%, apoyado en buen parte por la inversión.

gráfico 1: IMACON



Fuente: CChc, Departamento de estudios

gráfico 2: Var PIB Construcción desestacionalizado



Fuente: Banco Central, Departamento de estudios

IMCE Se mantendría en torno a los 50 puntos

Luego de un año donde el índice se mantuvo por debajo de los 50 puntos durante la mayor parte del 2018, el último registro se mantuvo en terreno optimista por segundo mes consecutivo, alcanzando los 52,2 puntos en abril (ver gráfico 3), principalmente debido a una mejora en la demanda actual (46,3 pts v/s 41,2 pts un año atrás). En el caso del índice total, los niveles actuales se mantienen sobre los 50 puntos por cuarto mes consecutivo (52 pts en abril). En esta línea, se mantienen condiciones favorables y una dinámica local que continuaría su recuperación, por lo que esperamos que tanto el IMCE consolidado, como el IMCE de la construcción se mantengan en torno a los 50 pts durante el 2019.

Sin embargo, se debe considerar un escenario afectado por el conflicto comercial entre EE.UU y China, el que se ha intensificado las últimas semanas, lo que puede afectar negativamente las expectativas de la situación económica global de país, presionando las valorizaciones de los papeles del sector.

gráfico 3 :IMCE



Fuente: Icare, Departamento de estudios

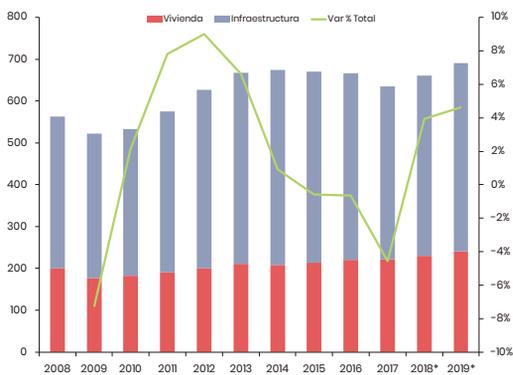
Se mantendrían buenas cifras de inversión

Luego de tres años consecutivos de caídas en la inversión en construcción, 2018 marcó un punto de inflexión. En efecto, el último informe de Macroeconomía y Construcción (Mach) de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) cifró la inversión prevista para el año en US\$ 11.720 millones (6% a/a), donde US\$ 5.789 corresponden a construcción (3,6% a/a); a la vez que corrigió al alza el rango de crecimiento estimado para la inversión sectorial en 2019 de 2,6% a 6,6%, modificando al alza sus estimaciones respecto al informe previo y donde a nivel desagregado la mayor inversión provendría de vivienda privada sin subsidio e infraestructura (gráfico 4).

En tanto, en el último reporte de marzo de la Corporación de bienes de capital (CBC), estimó la inversión privada para el año en US\$ 13.296 mm, con los principales impulsores en el sector minero (30%) y de energía (26%); a la vez que la inversión estatal alcanzaría los US\$4.944 millones, de los cuales US\$2.842 millones provendrían de obras públicas, corrigiendo al alza sus estimaciones. Por otro lado, sus estimaciones de inversión privada y estatal para 2020 alcanzan los US\$11.746 y US\$3.478 millones respectivamente.

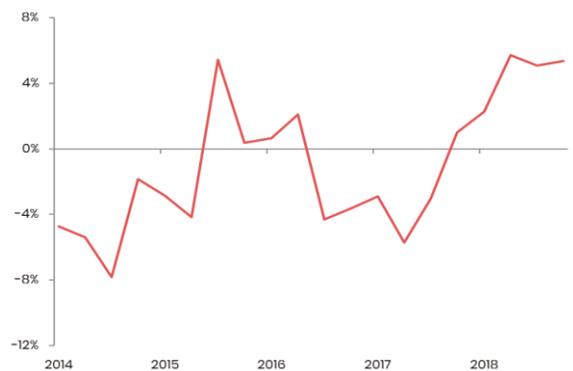
Dicho escenario, ratifica el aumento en inversión registrada durante 2018, por lo que esperamos que la inversión tome impulso durante los próximos trimestres, en línea con una mejora en el PIB.

gráfico 4: Variación Inversión



Fuente: CChC Departamento de estudios

gráfico 5: Variación Formación Bruta Capital Fijo

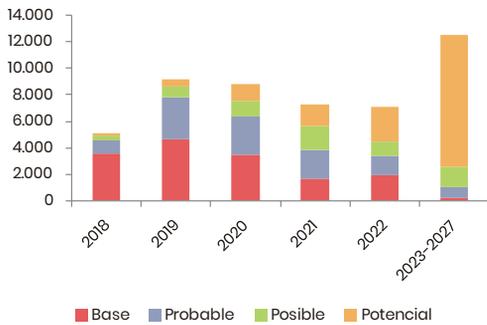


Fuente: Banco Central, Departamento de estudios

En tanto, la Formación Bruta de Capital Fijo publicada por el Banco Central de Chile (BCCh), en términos desestacionalizados, se mantiene mostrando variaciones positivas por cinco trimestres consecutivos, alcanzando el 5% en diciembre 2018 (gráfico 5). Estimamos que este indicador mantendría la tendencia positiva, con un avance de 6,1% en 2019, el que se moderaría a 5% en 2020.

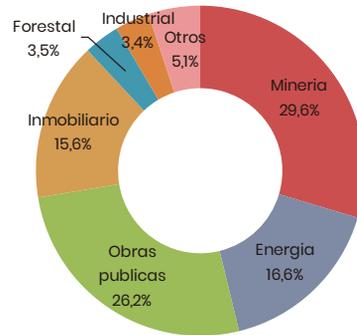
Después de un importante aumento de la inversión en 2018, fuertemente impulsada por la inversión minera, esperamos que esta continúe mostrando variaciones positivas durante el año, donde el último informe de inversión en la minería Chilena, publicado por la Comisión Chilena del Cobre (Cochilco), estimó un aumento en la inversión minera en Chile, donde anualizada esta alcanzaría los US\$10.515 mm (89% a/a), a la vez que la inversión minera en cobre base (inversión con la mayor probabilidad de materialización) tendría un aumento de 32% respecto a lo mostrado en 2018 (ver gráfico 6). Por otro lado, de acuerdo a la Corporación de bienes de capital, la minería alcanzaría en torno a un 30% de la inversión esperada entre 2018- 2022 (ver gráfico 7), lo que beneficiaría a los papeles más expuestos al sector.

gráfico 6: DIST. INV. MINERIA EN COBRE(US\$ MM)



Fuente: Cochilco, Departamento de estudios

gráfico 7: DIST. SECTORIAL INV. ESPERADA (18-22)

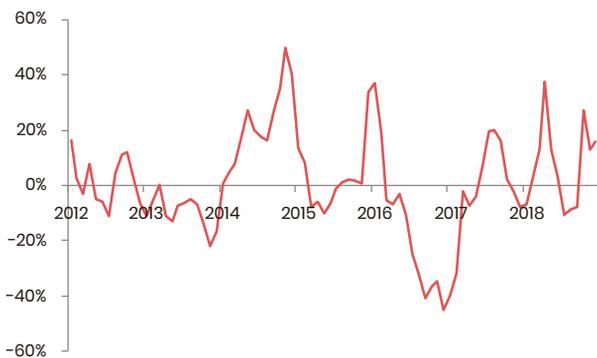


Fuente: Reportes compañías, Departamento de estudios

Permisos de edificación y despacho de materiales presentan panorama positivo

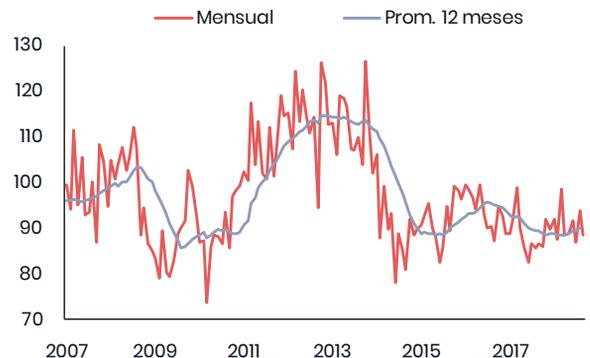
Por otro lado, los permisos de edificación (gráfico 8) y el indicador de despacho de Materiales (gráfico 9) muestran una recuperación en el margen. La variación interanual del trimestre móvil de los permisos de edificación mostró una recuperación desde mediados del año pasado. Esta tendencia se interrumpió hacia fines de año en un escenario algo más turbulento, evidenciando una alta volatilidad cuyo último registro en diciembre alcanzó el 16%, manteniendo cifras positivas durante los últimos 3 meses. Asimismo, los indicadores de despacho de Materiales y Cemento estarían mostrando una moderada reversión en el margen. En efecto, mejores cifras de estos indicadores anticipan una recuperación sectorial, apoyando la tesis de re-activación.

gráfico 8: VAR. MOVIL PERMISOS DE EDIFICACIÓN



Fuente: CChC Departamento de estudios

gráfico 9: INDICE DESPACHO DE MATERIALES



Fuente: CChC Departamento de estudios

Tesis de Inversión

Luego de registrar cifras de backlog históricas, Besalco obtuvo a marzo un backlog de US\$ 1.182 MM (-2,5% a/a), proveniente principalmente de minería (40%), obras civiles (16%) y el sector forestal (9%); manteniendo una alta duración promedio, la que alcanzó los 26 meses (v/s 30 IT18), esta alta duración del backlog de la compañía, genera estabilidad en los flujos de mediano plazo y deja capacidad para un mayor crecimiento de ingresos en los próximos trimestres.

En el segmento de Maquinarias, hacia 2019 esperamos una mayor actividad que en 2018, con un crecimiento en Ebitda en torno a 6% a/a; con un backlog que se mantendría estable. En el segmento Inmobiliario, esperamos un ciclo de escrituraciones más cargado hacia el último trimestre del año, con buenas cifras en Perú, manteniendo el Ebitda del segmento plano.

Para el segmento de obras civiles, en Besalco construcciones esperamos un nivel de actividad similar a lo visto en 2018, debido al estado en el que se encuentran las etapas de los proyectos en ejecución y la duración de los contratos, manteniéndose el sector minero como origen de posibles nuevos contratos; por otro lado, en montajes esperamos una mayor actividad, con un backlog estable a la vez que kipeos se mantendría más rezagado hacia 2020. Dado una recuperación en el margen bruto, esperamos un crecimiento en Ebitda de 25% a/a en el segmento de obras civiles.

Finalmente, en el segmento de proyectos de inversión, entra en operaciones el proyecto eólico El Arrebol y en concesiones, la compañía presentaría crecimientos moderados, explicado, por el segmento de estacionamientos, a pesar de la ralentización mostrada desde hace unos años y el mejoramiento de la ruta de Nahuelbuta, lo que ya se encontraría incorporado en los precios.

Riesgos

↓ Backlog con presión leve a la baja en Kipeos y segmento inmobiliario

Besalco

Recomendación: Mantener

Precio Objetivo: \$640

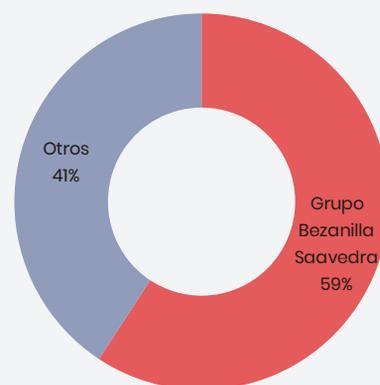
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	BESALCO
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	640
Precio Actual (\$)	607
Precio Min/Max 12M (\$)	532 / 685
Market Cap (MMUS\$)	502
Volumen Promedio (MM\$)	189
N° Acciones (millones)	576,2
Free Float	41%
Peso IPSA	0,3%
Dividend Yield	1,8%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria

Sector: Construcción Recomendación: Mantener P. Actual (\$) : 607

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de CLP	2016	2017	2018	2019e	2020e
Ingresos	396.551	419.080	451.697	496.113	570.001
Variación (%)		5,7	7,8	9,8	14,9
Resultado Operacional	29.719	22.295	29.172	40.966	49.396
Variación (%)		-25,0	30,8	40,4	20,6
Margen Operacional (%)	7,5	5,3	6,5	8,3	8,7
EBITDA	54.758	53.019	60.251	71.139	80.032
Variación (%)		-3,2	13,6	18,1	12,5
Margen EBITDA (%)	13,8	12,7	13,3	14,3	14,0
Utilidad Neta	11.376	9.809	14.413	20.105	25.233
Variación (%)		-13,8	46,9	39,5	25,5
Margen Neto (%)	2,9	2,3	3,2	4,1	4,4

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2016	2017	2018	2019e	2020e
Deuda/Activos (%)	0,44	0,39	0,45	0,49	0,55
EBITDA/Gastos Financieros (x)	-4,62	-4,83	-5,22	-	-
Liquidez Corriente (x)	1,27	1,35	1,46	1,32	1,16
Deuda Neta/EBITDA (x)	4,7	3,8	4,9	4,5	4,6
Deuda Financiera (MMS)	275.332	240.190	328.963	359.891	413.107

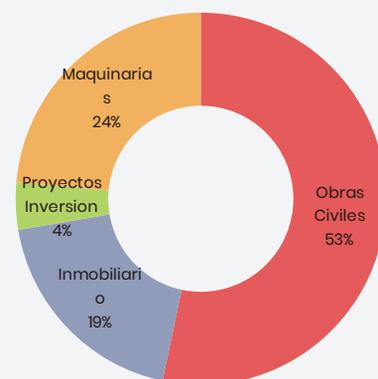
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	234	758	610	-	-
Precio Utilidad (x)	11,9	42,7	24,4	18,1	14,5
EV/EBITDA (x)	7,4	12,7	10,9	10,0	9,6
Bolsa Libro (x)	0,7	2,2	1,9	1,6	1,3
Precio Ventas (x)	0,3	1,0	0,8	0,7	0,6
ROA (%)	1,8	1,6	2,0	2,8	3,4
ROE (%)	6,2	5,2	7,5	8,2	8,0

Fuente: Económica, Departamento de estudios

Descripción de la Compañía

Besalco S.A es una empresa constructora con operaciones en Chile y Perú. La cual, a través de sus filiales, opera en los segmentos Inmobiliario, Construcciones, Concesiones, Maquinarias, Montajes y Energía entre otros.

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes Compañía, Departamento estudios

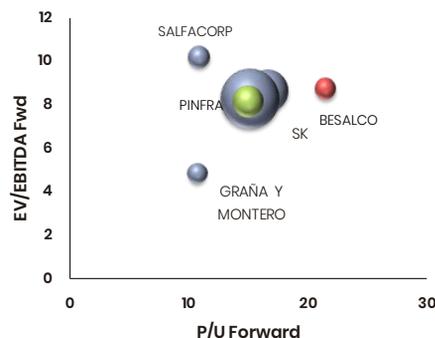
P/U TRAILING



EV/Ebitda TRAILING



COMPARABLES



Fuente: Económica, Departamento estudios

Tesis de Inversión

Salfacorp durante el primer trimestre obtuvo utilidades por \$3.181 mm (39,5% a/a) y un Ebitda de \$10.405 millones (30,1% a/a), en línea con un año donde esperamos que el ciclo de escrituraciones esté más concentrado hacia el cuarto trimestre. Por el lado del backlog combinado, este alcanzó los \$880.195 mm, un 20% menor al de un año atrás y 7% más bajo que al cierre del 4T18, principalmente debido a ICSA, donde la unidad registró un backlog de \$731.157 mm (-25% a/a), mostrando avances en el proyecto spence, donde existieron contratos adicionales por \$30.000 mm.

Hacia adelante, esperamos que un aumento de los proyectos mineros en el norte de Chile mejoren las perspectivas de ICSA, donde nuestras estimaciones apuntan a un crecimiento en ingresos de 4,8% para 2019, con un margen bruto de 8% (6% en 2018). Considerando que en torno a un 63% del backlog de la compañía corresponde al sector minero, donde destaca el proyecto spence, el que a marzo ya presenta un 64% de avance físico, en línea con los planes de la compañía (a diciembre 18, el proyecto spence correspondía al 28% del backlog de ICSA), nos permite ser optimistas en la medida que se presenten nuevos contratos en el sector.

Por otro lado, en el segmento inmobiliario, nuestro escenario base considera una baja de 3% en ingresos, con un margen bruto de 20%, donde el backlog combinado de promesas alcanzó los UF 4,3 mm a marzo 19, destacando un aumento en edificios en altura (47% a/a), en un contexto donde esperamos un crecimiento del PIB de 3,5%. Con un ciclo de escrituraciones más cargado durante el cuarto trimestre.

Riesgos

↓ Materialización de la inversión minera más lenta de lo esperado.

SalfaCorp

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.050

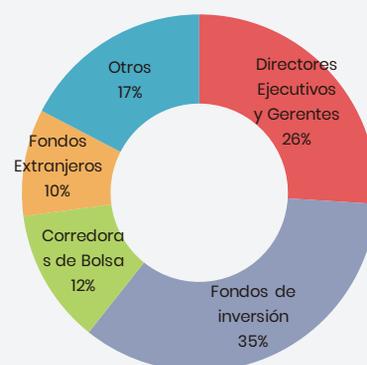
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	SALFACORP
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	1.050
Precio Actual (\$)	845
Precio Min/Max 12M (\$)	802 / 1.170
Market Cap (MMUS\$)	546
Volumen Promedio (MM\$)	346
N° Acciones (millones)	449,9
Free Float	74%
Peso IPSA	0,6%
Dividend Yield	2,0%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

Sector: Construcción Recomendación: Sobreponderar P. Actual (\$): \$845

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de CLP	2016	2017	2018	2019e	2020e
Ingresos	696.857	667.920	718.383	738.712	759.869
Variación (%)		-4,2	7,6	2,8	2,9
Resultado Operacional	34.108	30.858	27.677	37.676	44.052
Variación (%)		-9,5	-10,3	36,1	16,9
Margen Operacional (%)	4,9	4,6	3,9	5,1	5,8
EBITDA	58.048	57.315	59.273	72.568	78.321
Variación (%)		-1,3	3,4	22,4	7,9
Margen EBITDA (%)	8,3	8,6	8,3	9,8	10,3
Utilidad Neta	25.271	24.739	25.339	35.739	39.708
Variación (%)		-2,1	2,4	41,0	11,1
Margen Neto (%)	3,6	3,7	3,5	4,8	5,2

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2016	2017	2018	2019e	2020e
Deuda/Activos (%)	0,42	0,39	0,41	0,40	0,39
EBITDA/Gastos Financieros (x)	-16,5	-20,5	-14,6	-15,9	-16,5
Liquidez Corriente (x)	0,95	0,97	1,05	1,11	1,18
Deuda Neta/EBITDA (x)	6,2	5,9	6,2	4,8	4,2
Deuda Financiera (MMS)	401.045	389.976	445.030	448.622	452.568

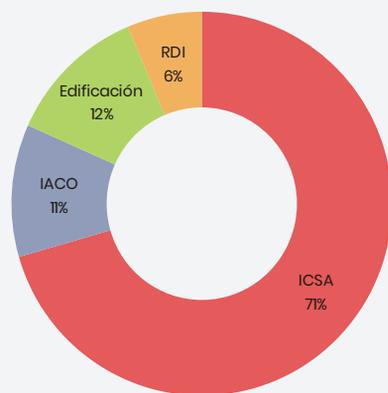
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	480	1.167	977	-	-
Precio Utilidad (x)	8,6	20,7	17,6	11,6	10,4
EV/EBITDA (x)	9,9	14,8	13,7	10,8	10,0
Bolsa Libro (x)	0,6	1,4	1,2	1,0	0,9
Precio Ventas (x)	0,3	0,8	0,6	0,6	0,5
ROA (%)	2,7	2,5	2,3	3,2	3,4
ROE (%)	7,3	6,8	6,8	8,7	8,8

Fuente: Económica, Departamento de estudios

Descripción de la Compañía

SalfaCorp Es el mayor grupo ligado a la construcción en Chile, con operaciones en los segmentos Inmobiliario, Ingeniería y Construcción. La compañía está presente en los mercados de Chile, Perú, Colombia y Panamá.

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes compañía, Departamento estudios

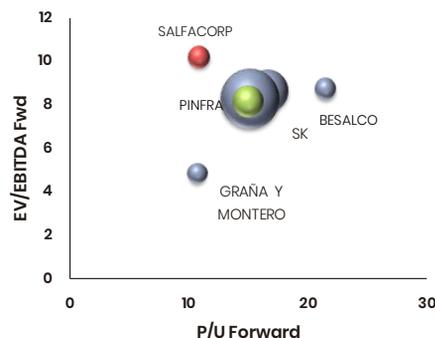
P/U TRAILING



EV/Ebitda TRAILING



COMPARABLES



Fuente: Economatica, Departamento Estudios

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente de Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Rodrigo Gardella B.
Analista de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Sebastián Barrios S.
Analista de Inversiones
sebastian.barrios@security.cl

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.