

# SALFACORP S.A.



## Informe de Nuevo Instrumento Julio de 2010

---

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

## Clasificación

Instrumento	Clasificación	Tendencia
Líneas de Bonos en proceso de inscripción	A-	"Estable"

Analista responsable: Leonardo Sánchez

Estados Financieros: 31 de marzo de 2010

### Resumen de Clasificación

ICR ha acordado clasificar en Categoría A-, con Tendencia "Estable", los nuevos Bonos a 10 y 30 años plazo de Salfacorp S.A., contemplados en escrituras públicas de fecha 13 de julio de 2010, repertorios N° 4466/2010 y N° 4467/2010, respectivamente. Contratos suscritos en la Notaría del señor Alberto Mozo Aguilar.

La clasificación se sustenta sobre la base de la estable generación de flujos que ha presentado la compañía durante los últimos años, aún cuando ha pasado por procesos de cambios importantes como la fusión con Aconcagua y la absorción de Fourcade, además de la importante crisis económica por la que atravesó la economía mundial y local. Además se destaca el hecho que el principal uso de los fondos es refinanciar pasivos, hecho que aliviaría la carga financiera de la Compañía.

A diciembre 2009, el resultado operacional alcanzó los M\$ 28.449.691, es decir, aumentó un 5,8% (M\$ 1.548.126), respecto al mismo período del año anterior. Y el Ebitda por su parte, ascendió a M\$ 32.894.140, un 5,0% superior al del período anterior (M\$ 31.319.339). Contribuyeron en estas cifras la mayor venta en la unidad inmobiliaria y la racionalización de gastos de administración (durante el primer trimestre de 2009 se llevó a cabo un proceso de reorganización corporativa con el fin de racionalizar estos gastos).

Por su parte a marzo 2010, si bien se aprecia una caída tanto en los resultados como en los indicadores financieros de la Compañía (Resultado operacional M\$ 4.634.056 y Ebitda M\$ 6.977.908), cabe señalar que éste se explica en gran medida a la caída en las ventas del área internacional producto del rezago en la reactivación de la actividad en Perú, y el menor nivel de actividad en el negocio de Ingeniería y Construcción a nivel local como consecuencia de terremoto acaecido a fines de febrero de 2010.

Dentro de los hitos importantes del año 2009 destaca la restructuración de pasivos llevada a cabo por la Compañía, equilibrando la deuda de corto y largo plazo, haciéndola calzar así con los ciclos del negocio. Esta restructuración trajo consigo efectos positivos en indicadores financieros como el endeudamiento, cobertura de gastos financieros y deuda financiera sobre Ebitda.

Finalmente se destaca el ingreso durante los últimos dos años a los negocios de Mantenimiento Industrial, Túneles y Obras Marítimas e Infraestructura, ya que dadas las sinergias operativas dentro Salfacorp, estos nuevos negocios pueden complementar y estabilizar aún más los flujos de la Compañía.

### 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.

## Fortalezas y Debilidades o Riesgos

### Fortalezas

- La compañía presenta una vasta experiencia y conocimiento de los mercados en los que participa.
- Pese a que la compañía participa o posee negocios en varias industrias distintas, en cada una de ellas presenta una buena posición o participación de mercado, y además cuenta con un nombre (marca) recordada y que se diferencia de la mayoría de sus competidores.
- La compañía presenta año tras año importantes volúmenes de proyectos e inversiones, en particular en el área de Ingeniería y Construcción, hecho que asegura continuidad en la generación de flujos.
- La fusión por incorporación de Aconcagua S.A. en Salfacorp S.A., ha potenciado fuertemente los negocios inmobiliarios de Salfacorp.

### Debilidades o Riesgos

- El sector vivienda e infraestructura privada es sensible a la evolución de las tasas de interés, ya que las variaciones de tasa son relevantes, tanto en la demanda como para el inicio de nuevos proyectos.
- Los índices de empleo pueden afectar al sector inmobiliario, ya que un factor para la decisión de compra de una vivienda es precisamente tener una cierta estabilidad laboral y económica.
- Las modificaciones o anuncios de cambio en las regulaciones pueden llevar a que algunos sectores económicos, que son clientes importantes de la industria, posterguen sus inversiones, perjudicando de esta forma los resultados de la empresa.
- Por otro lado, las modificaciones en las políticas de inversión pública afectan el volumen de negocios del sector, al igual que los cambios en los sistemas de subsidio estatal, inciden en los compradores finales de viviendas.
- Dada la industria en la cuál la compañía se encuentra inserta y además, dada la política de financiamiento de la compañía, se requieren de altos montos de Capital de Trabajo, lo cuál fuerza a la compañía a estar constantemente generando flujos.

### Hechos Relevantes

- El día 09 de junio de 2009, Salfa Ingeniería y Construcción S.A., cedió, vendió y transfirió a Empresa Constructora Descos S.A., la participación social necesaria para que esta última sociedad, pase a tener el 50% del capital social de Constructora Propuerto Limitada.
- El 13 de marzo de 2009, SalfaCorp S.A. ha procedido a reorganizar el grupo de empresas dependientes de su filial Salfa Desarrollo S.A. Producto de esta reorganización de grupo empresarial, Salfa Desarrollo S.A. se ha fusionado con Salfa Ingeniería y Construcción S.A., quien la sucede en todos sus derechos y obligaciones; el control de Gestiones Hipotecarias Vivacop S.A., ha quedado

radicado en manos de Salfa Gestión S.A. y el control de Salfa Capitales S.A. ha quedado radicado en manos de Inmobiliaria Aconcagua S.A.

- El día 21 de enero de 2009 concluyeron los trámites de constitución, inscripción y registro de Salfa Colombia S.A.S., la cual tendrá un capital inicial de US\$ 100.000, aportados con fondos propios de la filial Salfa Internacional Ltda., en un 99% y por Salfa Ingeniería y Construcción S.A., en un 1%. El objeto de Salfa Colombia S.A.S., es el desarrollo, ejecución, supervisión y prestación de todo tipo de servicios de ingeniería y desarrollo inmobiliario.

## Análisis Financiero

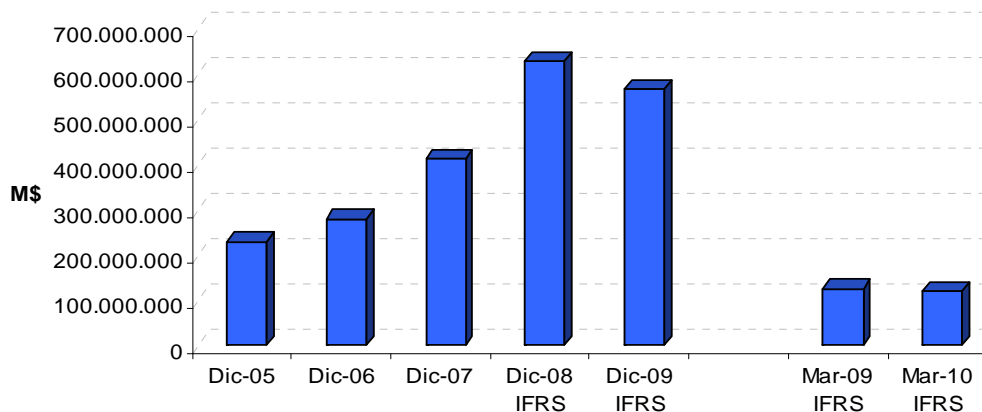
En general, los principales resultados financieros de la compañía han presentado una evolución estable durante los últimos años, potenciados durante el año 2007 como consecuencia, principalmente, del mejor desempeño de las distintas áreas de negocio de la sociedad, pero además debido a la fusión de Salfacorp con Aconcagua.

Los Ingresos Ordinarios a diciembre 2009 alcanzaron M\$ 569.059.334, los que comparados con los ingresos de igual periodo de 2008 (M\$ 630.431.482) muestran una disminución de 9,7%, equivalente a M\$ 61.372.148, lo que se explica mayoritariamente por la caída en las ventas del área internacional en la unidad Ingeniería y Construcción.

La distribución de los ingresos ordinarios por unidad de negocio para los doce meses de 2009 fue de 78,0% de Ingeniería y Construcción (M\$ 443.921.964) y 22,0% Inmobiliario (M\$ 125.137.369), lo que se compara con un aporte de 83,2% de la unidad de Ingeniería y Construcción (M\$ 524.430.325) y 16,8% Inmobiliario (M\$ 106.001.157) en el ejercicio 2008.

En las unidades de negocio, respecto a los doce meses de 2008, la unidad de Ingeniería y Construcción disminuyó M\$ 80.508.361, producto de los menores ingresos en el área internacional en M\$ 45.225.018 y en el segmento de obras civiles y edificación en el mercado local (al igual como cayó la industria en estos segmentos). En tanto, el negocio Inmobiliario aumentó en M\$ 19.136.213, lo que se explica por una activa política comercial orientada a la reducción de existencias y la venta de terrenos a terceros coherente con la estrategia de disminución de activos prescindibles.

**Ingresos de explotación**



Por su parte a marzo de 2010, los Ingresos Ordinarios alcanzaron M\$ 120.868.663, cifra inferior en un 4,5% a los M\$ 126.613.185 obtenidos a igual período del año anterior, esto se

debe principalmente a la caída en las ventas del área internacional producto del rezago en la reactivación de la actividad en Perú, y el menor nivel de actividad en el negocio de Ingeniería y Construcción a nivel local como consecuencia de terremoto acaecido a fines de febrero de 2010.

Respecto a la distribución de ingresos, el 84,6% de éstos fueron generados por el área de Ingeniería y Construcción y el restante 15,4% por el sector Inmobiliario.

A marzo 2010, los ingresos de la unidad de Ingeniería y Construcción disminuyeron en M\$ 6.178.963, respecto de igual período del año anterior, como consecuencia de los menores ingresos en el área internacional en M\$ 4.246.808 y en el segmento de obras civiles y edificación en el mercado local. Estos últimos vieron afectada su facturación por la paralización de obras durante marzo producto del terremoto.

Por el contrario, los ingresos del negocio Inmobiliario aumentaron en 2,4% (M\$ 434.441), lo que se explica por la ya mencionada política comercial activa y orientada a la reducción de existencias.

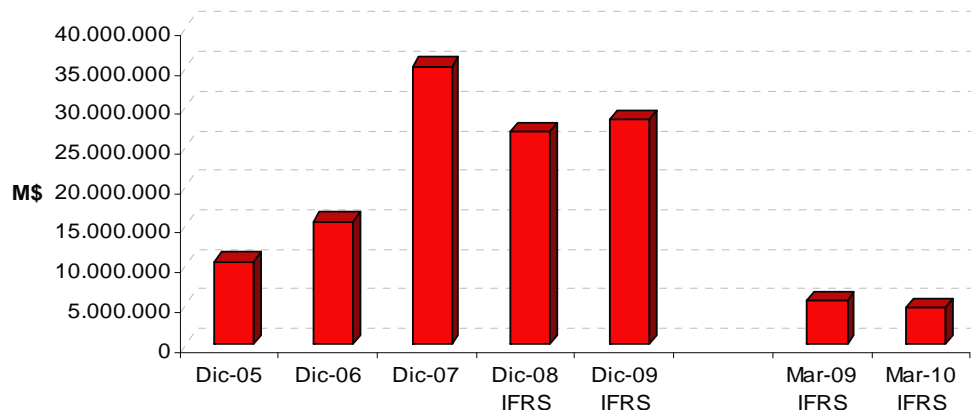
En cuanto al Resultado Operacional, a diciembre 2009 éste alcanzó los M\$ 28.449.691, es decir, aumentó un 5,8% (M\$ 1.548.126), respecto al mismo periodo del año anterior. Este incremento se produjo por la mayor venta en la unidad inmobiliaria y la racionalización de gastos de administración (durante el primer trimestre de 2009 se llevó a cabo un proceso de reorganización corporativa con el fin de racionalizar estos gastos).

Del resultado operacional, la participación de la unidad de Ingeniería y Construcción fue de M\$ 25.639.669, el aporte de la unidad Inmobiliaria fue de M\$ 3.587.668 y una pérdida de M\$ 777.646 correspondiente a gastos corporativos.

Por su parte a marzo de 2010, el Resultado Operacional alcanzó los M\$ 4.634.056, con una disminución de 16,6% respecto a marzo 2009. Esta disminución es producto de la menor venta y margen en la unidad de Ingeniería y Construcción, y adicionalmente, mayores gastos de ventas en unidad inmobiliaria.

La participación en el Resultado Operacional de M\$ 4.634.056 asciende a M\$ 5.385.940 por la unidad de Ingeniería y Construcción, una pérdida de M\$ 582.212 en la unidad Inmobiliaria y gastos corporativos por M\$ 169.671.

**Resultado Operacional**



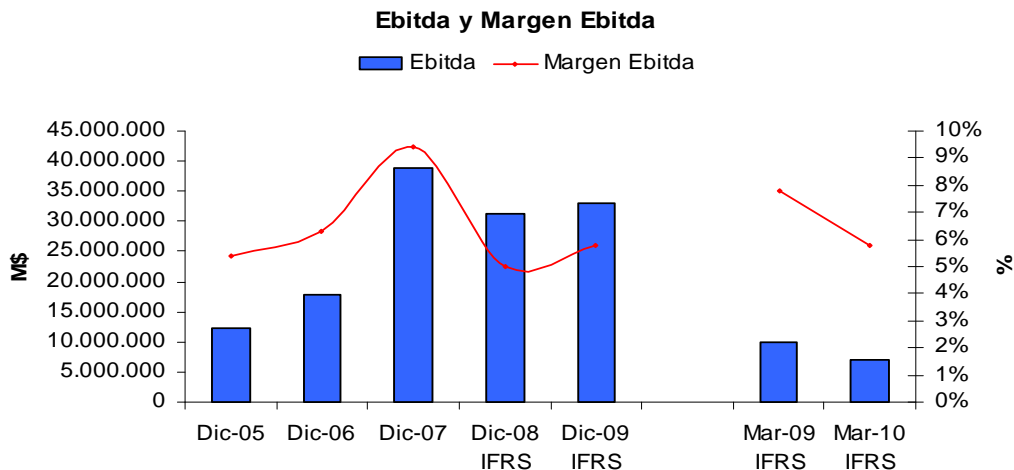
El Ebitda del año 2009 ascendió a M\$ 32.894.140, un 5,0% superior al del período anterior (M\$ 31.319.339). Cabe señalar que el aporte al Ebitda por unidad de negocio fue de M\$ 28.944.362 por Ingeniería y Construcción, de M\$ 3.856.669 por la unidad Inmobiliaria y un aporte de M\$ 93.110 por el corporativo.

El margen Ebitda por su parte, presentó un leve aumento de 0,8%, lo que se explica principalmente por el mayor resultado operacional de la Compañía, derivado de la recuperación en el nivel de actividad del negocio inmobiliario en comparación al mismo período del año anterior y la racionalización de gastos de administración.

Finalmente, el Ebitda del primer trimestre del año 2010, fue de M\$ 6.977.908, con una disminución de 29,6% respecto al del período anterior (M\$ 9.912.416). Lo anterior se explica principalmente por un menor Resultado por Unidades de Reajuste y Resultado Operacional durante este período en comparación al primer trimestre de 2009.

Sobre el aporte al Ebitda por unidad de negocio, éste fue de M\$ 5.986.997 por Ingeniería y Construcción, M\$ 1.069.239 por la unidad Inmobiliaria y una pérdida de M\$ 78.238 por el corporativo.

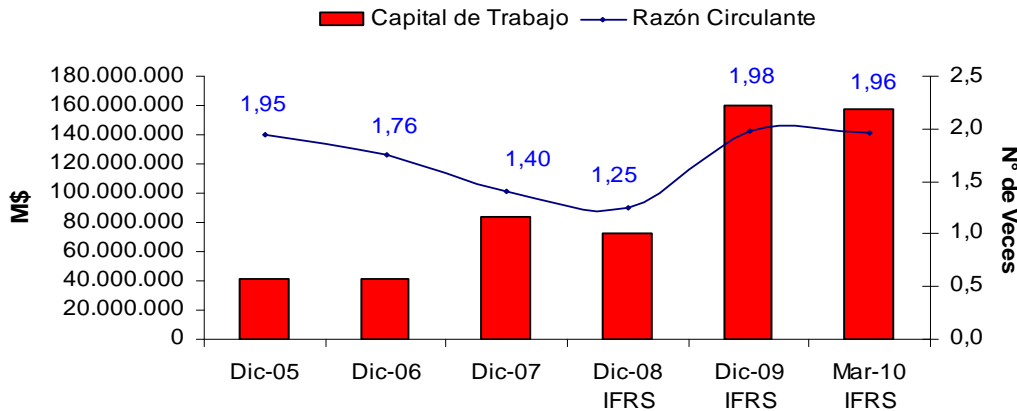
El margen Ebitda para este período disminuyó un 2,1%, lo que se debe básicamente por un menor Resultado por Unidades de Reajuste, el menor margen bruto en relación a las ventas y los mayores gastos de administración y ventas en relación a los ingresos.



Respecto de algunos indicadores financieros de la compañía, se aprecia lo siguiente:

**Liquidez:** La evolución de los indicadores de liquidez bajo análisis, liquidez corriente, razón ácida y capital de trabajo se debe, en gran medida, a los grandes volúmenes de inversiones y al crecimiento en el número de proyectos que ha presentado la compañía durante los últimos años. Se debe recordar que la política de financiamiento de Salfacorp, consiste en la obtención de recursos mediante los flujos operacionales generados por la Compañía, como la obtención de préstamos bancarios o de instituciones financieras, manteniendo una adecuada estructura para minimizar los costos de capital y niveles de endeudamiento compatibles con la generación de sus flujos de caja operacionales.

### Indicadores de Liquidez



El índice de Liquidez corriente a diciembre 2009 ascendió a 1,98 veces, con un importante aumento en comparación a diciembre de 2008 (1,25 veces). Lo anterior se explica básicamente por la disminución en los pasivos circulantes (reestructuración de pasivos desde el corto al largo plazo, y el plan de optimización de activos). A marzo 2010 por su parte, el indicador ascendió a 1,96 veces, similar al nivel alcanzado al cierre de diciembre de 2009. Lo anterior se explica básicamente por la disminución en los activos corrientes (optimización en la gestión de tesorería y la recaudación de cuentas por cobrar a empresas relacionadas en el negocio inmobiliario).

Respecto de los Pasivos, producto de la fusión con Aconcagua y la adquisición de los activos inmobiliarios de Fourcade, durante los 18 meses previos diciembre 2009, se llevó a cabo un proceso de reestructuración financiera de la Compañía, cuyos principales focos fueron disminuir el nivel de endeudamiento de la Compañía, mejorar la liquidez, y calzar el plan de amortización de las obligaciones en función a la generación de flujos de caja del negocio. Entre las iniciativas implementadas durante el período destacan la emisión de bonos (UF 4,0 millones), el aumento de capital (UF 1,2 millones), reestructuración de pasivos (UF 3,5 millones) y la colocación de efectos de comercio (UF 1,0 millones).

Durante el ejercicio 2009, la Compañía llevó a cabo un importante proceso de reestructuración de sus pasivos para reducir su exposición a pasivos de corto plazo, lograr un mayor equilibrio entre el plazo de los créditos y la generación de flujos de caja de la Compañía y disminuir su costo de financiamiento. La estrategia consistió en el intercambio de pasivos de corto plazo por pasivos de largo plazo, con un plan de vencimientos que va desde 1 a 7 años plazo. El monto reestructurado fue de UF 3.500.000 y una vez realizada, se reflejó en una mejora en la liquidez de la Compañía, una menor exigibilidad de los pasivos y una reducción en su costo de financiamiento.

Asimismo, se colocaron efectos de comercio y bonos en el mercado local por un monto conjunto de UF 2.000.000, con el objeto de diversificar las fuentes de financiamiento. Así, al cierre de diciembre de 2009, un 46,9% de los pasivos se concentran en el corto plazo y un 53,1% en el largo plazo, lo que se compara favorablemente con una estructura de pasivos al cierre de diciembre 2008 del 70,8% en el corto plazo y 29,2% en el largo plazo.

Durante el año 2009, los Pasivos Totales por su parte disminuyeron en 14,9%, equivalente a M\$ 60.967.202, respecto al mes de diciembre de 2008, producto del plan de optimización en la administración de activos.

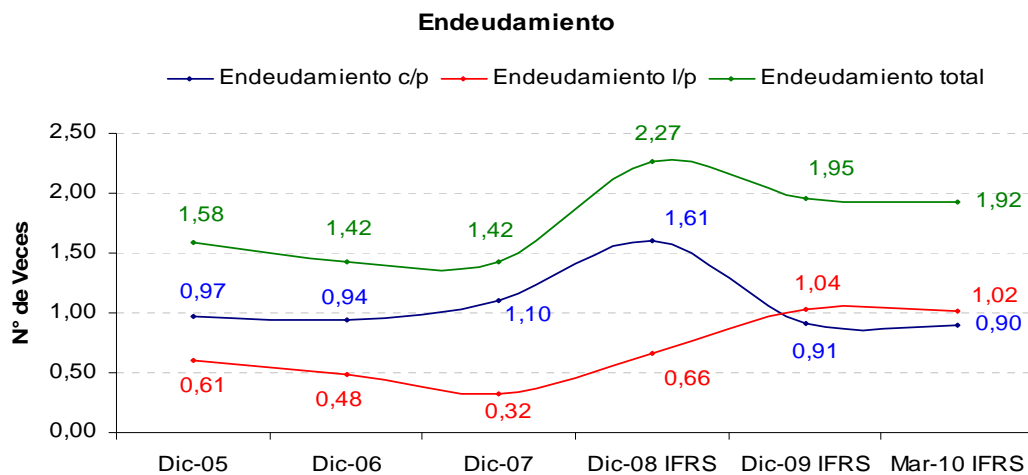
Los pasivos corrientes disminuyeron en M\$ 126.311.756, como consecuencia del plan de optimización en la administración de los activos y la reestructuración financiera implementado por la Compañía, que involucra lo que implicó el refinanciamiento de pasivos al largo plazo durante el segundo y tercer trimestre de 2009.

En tanto, los pasivos no corrientes compensaron en parte la disminución de los pasivos corrientes, exhibiendo un crecimiento de M\$ 65.344.554. Esta variación se fundamenta principalmente en la reestructuración de pasivos del corto al largo plazo que implementó la Compañía.

A marzo 2010, los Pasivos Totales se mantienen en relación al cierre de diciembre de 2009, aumentando marginalmente en 0,01%, equivalente a M\$ 20.145.

Los pasivos corrientes aumentaron en M\$ 532.767 (0,3%). Lo anterior es producto de un incremento en la deuda bancaria relacionada al desarrollo de proyectos inmobiliarios, compensada con la reducción de cuentas por pagar a proveedores.

En tanto, los pasivos no corrientes compensaron en parte el aumento de los pasivos corrientes, exhibiendo una disminución de M\$ 512.623. Esta variación se fundamenta el principalmente en el traspaso de pasivos del largo plazo en el corto plazo en consideración a su plan de amortización.



Respecto a los niveles de Cobertura de gastos financieros (Ebitda/Gastos financieros netos), se observa que durante el año 2009, gracias al mayor Ebitda obtenido y también a la reestructuración financiera, que significó una disminución de los gastos financieros, el indicador presentó un importante aumento en relación al año 2008, pasando de las 2,55 veces a las 3,66 veces.

A marzo 2010 por otro lado, si bien se mantuvo el menor monto de gastos financieros, dada la importante caída en el Ebitda (la cual ya fue analizada) el indicador presentó una caída respecto de igual período del año anterior, pasando de 4,46 veces a 3,18 veces.

Finalmente, el indicador deuda financiera sobre Ebitda presentó una importante disminución durante el año 2009 como consecuencia de la reestructuración financiera realizada durante ese período. Por otro lado a marzo 2010, el indicador aumento dado el mayor nivel de deuda financiera (en relación a diciembre 2009) y el menor Ebitda de los últimos 12 meses acumulados.

## Características de los Instrumentos

### Líneas de Bonos a 10 y 30 años plazo

- El monto máximo de ambas líneas será la suma equivalente en Pesos a dos millones de UF, sea que cada colocación que se efectúe con cargo a la Línea sea en UF o Pesos nominales.
- Las Líneas tienen un plazo máximo de diez y treinta años, respectivamente, contado desde su fecha de inscripción en el Registro de Valores.
- Los títulos de los Bonos que se emitan con cargo a las Líneas serán al portador y desmaterializados desde la respectiva emisión.
- La Emisión no contempla garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor de acuerdo a los artículos dos mil cuatrocientos sesenta y cinco y dos mil cuatrocientos sesenta y nueve del Código Civil.
- Los Bonos no serán convertibles en acciones.
- Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos correspondientes a la Línea, se destinarán principalmente al refinanciamiento de pasivos.
- Resguardos:
  1. Mantener, en sus Estados Financieros trimestrales, un Nivel de Endeudamiento Financiero Neto no superior a dos veces, medido sobre cifras de sus Estados Financieros consolidados.
  2. Mantener, en sus Estados Financieros trimestrales, un coeficiente de Cobertura de Gastos Financieros Netos no inferior a dos coma cinco veces, medido sobre cifras de sus Estados Financieros consolidados.
  3. No efectuar operaciones con partes relacionadas del Emisor en condiciones distintas a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, según lo dispuesto en el Título XVI de la Ley de Sociedades Anónimas.
  4. Mantener seguros que protejan los activos fijos del Emisor y sus Filiales Importantes de acuerdo a las prácticas usuales de la industria donde operan el Emisor y sus Filiales Importantes.