

SALFACORP S.A.



Reseña Anual de Clasificación 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 Efectos de Comercio N° 020, 064 y 065	N2/A-	"Estable"
Líneas de Bonos N° 533 y 534	A-	"Estable"
Títulos Accionarios, Salfacorp	Primera Clase Nivel 3	
Solvencia	A-	"Estable"

Analista responsable: Leonardo Sánchez

Estados Financieros: 31 de marzo de 2010

Resumen de Clasificación

ICR ha acordado ratificar en Categoría A-, tendencia "Estable", las Líneas de Bonos N° 533 y 534, de Salfacorp S.A. Asimismo, ratifica en Categoría N2/A-, tendencia "Estable" sus Líneas de Efectos de Comercio N° 020, 064 y 065. Finalmente, se ratifica en Categoría Primera Clase Nivel 3, los títulos accionarios de la sociedad, nemotécnico Salfacorp.

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.

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, 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, éstos 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.

NIVEL 2 o N-2

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.

Primera Clase Nivel 3

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

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.

Actividades y Negocios de la Compañía

Salfacorp S.A. conforma uno de los mayores grupos empresariales ligado al sector de la construcción, manteniendo en sus 80 años de historia una indiscutida posición de liderazgo en Chile. La Compañía ha ejecutado más de 1.400 proyectos de construcción en los últimos 15 años, en tanto, la unidad inmobiliaria ha crecido constantemente, totalizando más de 25.000 viviendas construidas en los últimos 15 años.

A 31 de diciembre de 2009, la Compañía contaba con activos por US\$ 1.039 millones, un patrimonio bursátil de US\$ 685 millones e ingresos por US\$ 1.122 millones en los últimos doce meses. En base a la información de inversión en construcción que reporta la Cámara Chilena de la Construcción y los ingresos de la Compañía, es posible estimar una participación de mercado cercana al 5,0%.

A través de sus dos unidades de negocio, Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria, Salfacorp S.A participa en los segmentos de Montaje Industrial, Obras Civiles, Edificación de Viviendas y Desarrollo Inmobiliario, las que en conjunto representan más del 70% de la industria de la construcción en Chile.

Al 31 de diciembre de 2009, la Compañía contaba con 147 proyectos en ejecución de ingeniería y construcción y 65 proyectos inmobiliarios en desarrollo. Adicionalmente, el banco de terrenos disponibles ascendía a más de 1.700 hectáreas diversificadas a lo largo del país.

En relación a las unidades de negocio de la Compañía, durante el año 2009 se produjeron hitos importantes, los que se detallan a continuación:

- El área inmobiliaria, a través de Inmobiliaria Aconcagua S.A., incrementó sus promesas de compraventa en un 52% respecto de lo logrado en 2008, llegando a UF 7,5 millones, mientras que los proyectos aumentaron su escrituración en un 20% respecto del 2008, alcanzando UF 7,9 millones. En base a esta información y cifras del Conservador de Bienes Raíces a nivel nacional, se estima una participación de mercado de 7,6%, superior en dos puntos porcentuales a la obtenida el 2008.
- Salfa Perú, a través de su filial, Salfa Montajes Perú, se adjudicó el primer proyecto de montaje industrial, consistente en el proyecto minero Toromocho. Se estima una inversión de aproximadamente US\$ 1.500 millones en los próximos años para el aprovechamiento de un yacimiento que procesará un volumen de 117.000 toneladas de material por día. Asimismo, se consolidó una alianza estratégica con JJC Contratistas Generales S.A. segundo actor de montaje industrial en Perú, con el objeto de desarrollar proyectos en conjunto en dicho mercado.

- Finalmente, el área Ingeniería y Construcción diversificó su oferta de negocios. La nueva área de infraestructura abordará los segmentos de movimientos de tierra así como obras de vialidad urbana e interurbana ya sea en carreteras, puentes, además de continuar fortaleciendo el desarrollo de grandes urbanizaciones. Esta área ya cuenta con varios contratos en ejecución, como son el contrato de conexión de Tumbes en Talcahuano y la ejecución de los puentes sobre el Río Trancura.

Unidad de Negocios Ingeniería y Construcción

La Compañía desarrolla el negocio de Ingeniería y Construcción a través de su filial Salfa Ingeniería y Construcción S.A., empresa de la cual cuelgan distintas sociedades operativas que se diferencian entre sí por los distintos nichos de la construcción que abordan y por el lugar donde desarrollan sus labores.

Los segmentos de negocio de la unidad de Ingeniería y Construcción se resumen en Obras Civiles, Montaje Industrial, Edificación de Viviendas y Nuevos Negocios, entre los que se hallan mantención industrial, puertos, túneles e infraestructura. A lo anterior se suma, desde comienzos del año 2009, la compañía Revesol, negocio industrial dedicado a la fabricación y comercialización de elementos metalmecánicos (polines y poleas) para sistemas de transporte continuo de materiales en sectores industriales, básicamente la minería.

La Compañía se caracteriza por participar en la ejecución de importantes obras, orientando su negocio al segmento de infraestructura privada y en menor proporción, a la infraestructura de uso público. Entre los sectores que abarca se encuentran minería, energía, retail, forestal - industrial, inmobiliario no habitacional e infraestructura de uso público.

La unidad de Ingeniería y Construcción de Salfacorp S.A. es líder en el sector de la construcción en Chile, con ventas por US\$ 959 millones durante los últimos doce meses al 31 de diciembre de 2009. Lo anterior derivado de una planificada estrategia de crecimiento en sus tres especialidades constructivas y la incursión en nuevos nichos de negocios y mercados. Asimismo, Salfa Ingeniería y Construcción S.A. mantiene una balanceada estructura de ingresos entre sus distintas líneas de negocio, cuyas demandas responden a factores no relacionados entre sí, a lo que se suma la expansión internacional (Argentina, Perú y Colombia) que le permiten a la Compañía contar con nuevas fuentes de ingresos.

Durante 2009, la unidad de Ingeniería y Construcción captura el importante aumento en el gasto en infraestructura a nivel país, y gracias a su experiencia y trayectoria, concreta un gran número de contratos, lo que sumado a los contratos de años previos, le permite mostrar un alto nivel de actividad, pese a un entorno económico difícil y una industria altamente competitiva, que se refleja finalmente en un importante backlog durante el año. Al 31 de diciembre de 2009, la Compañía contaba con 147 proyectos en ejecución (terceros e internos), entre los que se encuentran 42 proyectos de montaje, 50 proyectos de obras civiles, 43 proyectos de edificación y 12 obras a nivel internacional. En tanto, el backlog de proyectos a igual fecha, contemplaba contratos por ejecutar por un valor de US\$ 825,3 millones, de los cuales, 86% se ejecutarán durante 2010 y 14% durante 2011 y 2012.

El nivel diversificación del backlog en cuanto a líneas de negocio (obras civiles, montaje industrial y edificación) y sector de la economía es reflejo de la estrategia de negocios. En

relación al origen geográfico del backlog, este se encuentra visiblemente más concentrado en Chile en comparación con filiales internacionales (Perú, Argentina y Colombia), sin embargo la estrategia de la Compañía contempla aumentar la participación de filiales internacionales en el mediano plazo.

Obras Civiles

Salfacorp S.A. es el principal actor en el negocio en Obras Civiles en Chile, con ventas durante el año 2009 superiores a US\$ 245,0 millones. La compañía presta a sus clientes, principalmente a externos, servicios de ejecución de obras de construcción y su posterior habilitación, abarcando todos los sectores de infraestructura privada, entre ellos, minería, energía, forestal - industrial, inmobiliario no habitacional e, infraestructura de uso público, distinta de concesiones.

La Compañía presentaba 50 proyectos en ejecución de Obras Civiles al 31 de diciembre de 2009 y un importante backlog de proyectos a igual fecha que asciende a US\$ 195,4 millones, manteniendo el nivel de actividad de la Compañía en este segmento, producto de la sustitución de aquellos sectores de la economía con menor actividad, como es el retail, por el desarrollo de proyectos de infraestructura pública (hospitales). De este monto 95% se ejecutaría en 2010, mientras que el 5% restante en 2011 y 2012.

Montaje Industrial

Salfacorp S.A. es el principal actor en el negocio de Montaje Industrial en Chile, con ventas durante el año 2009 superiores a US\$510,0 millones. La Compañía presta a sus clientes, principalmente a externos, servicios de ejecución de contratos de montaje de equipamiento industrial y otros servicios, que abarcan desde el desarrollo de la ingeniería de detalle, la gestión de compra, la adquisición de materiales y equipos asociados al proyecto, hasta finalmente la construcción, montaje y puesta en servicio del proyecto.

La Compañía presentaba 42 proyectos en ejecución de Montaje Industrial al 31 de diciembre de 2009 y un importante backlog de proyectos a igual fecha que asciende a US\$ 372,7 millones. Las obras de Montaje Industrial presentan una duración entre 12 a 15 meses, lo que le permite a la Compañía asegurar un flujo de ventas por un plazo superior al promedio de los proyectos de obras civiles. De este monto, 81,1% se ejecutaría en 2010, mientras que el 18,9% restante en 2011 y 2012.

Nuevos Negocios

Como parte de la estrategia de la Compañía de anticipar las necesidades de las industrias y empresas que atiende, complementar los servicios que provee, aprovechar sinergias operativas y dar mayor estabilidad a sus flujos consolidados, durante los últimos dos años Salfacorp ingresó a los negocios de Mantenimiento Industrial, Túneles, Obras Marítimas e Infraestructura.

Es así como continúa fortaleciendo su presencia en los nuevos negocios. Así, al 31 de diciembre de 2009, la Compañía presentaba un backlog de proyectos a igual fecha de US\$114,4 millones, que se desglosa en US\$7,5 millones en túneles, US\$22,4 millones en puertos y US\$85,5 millones en mantenciones. Los proyectos de túneles y puertos se desarrollan mayoritariamente durante el año 2009 y mediados de 2010, en tanto, los proyectos de mantenciones presentan una duración hasta 5 años.

- **Mantenimiento Industrial:** Este negocio consiste en proveer del servicio de mantenimiento y operación de plantas industriales de gran envergadura, principalmente para clientes del área de Montaje Industrial. Salfacorp S.A. se ha posicionado en esta área de tal manera de proveer a sus clientes un amplio rango de servicios que complementan los servicios de Montaje Industrial y proyectos EPC¹. La Compañía estima que estos servicios, relacionados con la reparación, renovación, modificación y mantenimiento preventiva de las instalaciones industriales, permiten a sus clientes potenciar la producción, disminuir los costos de operación y ampliar la vida útil de sus activos.
- **Túneles:** Con el fin de entregar a sus clientes un servicio integral, Salfacorp S.A. ingresó al negocio de construcción de túneles, principalmente relacionados con la explotación minera subterránea y proyectos de inversión en energía que requieran diversas redes de túneles para transportar el recurso hídrico.
- **Obras Marítimas:** La Compañía ingresó al negocio de la construcción de obras marítimas, como puertos y muelles de carga, a través de la adquisición, en conjunto con la Constructora Desco, de la empresa Constructora Propuerto Ltda. La incorporación de Salfacorp S.A. a este negocio se debe principalmente a la fuerte presencia de la Compañía en el mercado de la construcción de grandes proyectos industriales, como centrales termoeléctricas y megaproyectos mineros, así como también en otras grandes obras de construcción, las que en su mayoría van asociadas a infraestructura portuaria, lo cual representa para Salfacorp S.A. una fuerte sinergia con sus operaciones actuales.
- **Infraestructura:** Como una forma de diversificar la oferta de negocios de la unidad de Ingeniería y Construcción, se creó una nueva área de infraestructura y el desarrollo de caminos y puentes a fines de 2009. Esta nueva área abordará los segmentos de movimientos de tierra así como obras de vialidad urbana e interurbana ya sea en carreteras, puentes y obras asociadas a estos segmentos, además de, continuar fortaleciendo el desarrollo de grandes urbanizaciones. Actualmente, esta nueva área ya cuenta con varios contratos en ejecución tanto en carreteras como puentes como son los contratos de conexión de Tumbes en Talcahuano y la ejecución de los puentes sobre el Río Trancura.
- **Edificación de Viviendas:** Salfacorp S.A. es uno de los principales actores en el negocio de construcción de viviendas en Chile, con ventas durante el año 2009 superiores a US\$ 174,1 millones. La Compañía presta a sus clientes, tanto internos y externos, servicios de construcción y urbanización de proyectos de tipo habitacional (casas y edificación en altura), comercial (oficinas) y desarrollo de grandes urbanizaciones. La Compañía presentaba 43 proyectos de edificación en ejecución al 31 de diciembre de 2009 y un backlog de proyectos a igual fecha que ascendía a US\$ 146,3 millones, reflejando de esta manera el nivel de actividad de la industria y la unidad inmobiliaria de Salfacorp S.A. En línea con lo anterior, se destaca que 93,3% del backlog se ejecutaría en 2010, mientras que el 6,7% restante en 2011 y 2012.

¹ Los proyectos de EPC (Engineering Procurement Construction) son aquellos donde Salfacorp es responsable de toda la obra. Al trabajar bajo este régimen, la Empresa asume todas las responsabilidades, es decir, además de ejecutora es la administradora de las obras y del emprendimiento. Por consiguiente, actúa en todas las etapas del proyecto

- Internacional: La oferta en el mercado internacional, esto es, Perú, Argentina y Colombia se centra actualmente en el rubro de obras civiles, si bien la Compañía ya está participando en un proyecto de montaje en el sector minería en Perú. La Compañía presentaba 12 proyectos en ejecución y contratados al 31 de diciembre de 2009 y un backlog de proyectos a igual fecha de US\$ 120,8 millones. De este monto, 77,6% se ejecutaría durante 2010, mientras que el 22,4% restante durante 2011 y 2012.

Unidad de Negocios Inmobiliaria

Inmobiliaria Aconcagua S.A. es la matriz de las diferentes empresas ligadas al desarrollo de proyectos inmobiliarios, tanto propios como en asociación con terceros. El modelo de negocios de la Compañía se orienta al producto denominado de primera vivienda, principalmente en los segmentos C2 y C3.

La Compañía desarrolla todas las actividades del negocio inmobiliario, desde la investigación de mercado, el diseño y la coordinación de los proyectos, incluyendo la construcción, la comercialización y la post-venta, lo que le permite contar con unidades de alta especialización y con economías de escala en las zonas en que opera.

Esta unidad de negocio es uno de los dos principales actores del mercado inmobiliario en Chile, con ventas de UF 6,0 millones durante los últimos doce meses a diciembre de 2009. En base al nivel de escrituración alcanzado durante 2009 (UF 7,9 millones), y las cifras del Conservador de Bienes Raíces a nivel nacional, es posible estimar una participación de mercado de 7,6%, superior en más de dos porcentuales a la obtenida en el 2008.

Durante el año 2009, y como una forma de enfrentar la difícil coyuntura económica que vivió el país, se llevaron a cabo diversas iniciativas, entre las que se encuentran el aplazamiento de nuevos emprendimientos, priorizando en forma selectiva los lanzamientos de nuevos proyectos por área geográfica y producto según el nivel de stock y demanda, y la disminución del stock de viviendas disponibles para escrituración inmediata, apoyándose para ello en una activa estrategia comercial, que contempló alianzas con instituciones financieras y la creación de nuevas fórmulas de financiamiento.

Al 31 de diciembre de 2009, la Compañía se encontraba desarrollando 65 proyectos ubicados en las ciudades de Antofagasta, La Serena, Viña del Mar, Valparaíso, Quilpué, Con Cón, Concepción, Chillán, Temuco, Valdivia, Osorno, Puerto Montt, Punta Arenas y diversas comunas de la Región Metropolitana. Esta estrategia de diversificación geográfica apunta a reducir su exposición a la volatilidad de una determinada zona geográfica, manteniendo operaciones a lo largo del país. Lo anterior es relevante en periodos de mayor volatilidad como el año 2008 y 2009, ya que mientras algunas zonas han visto restringidas sus ventas, como por ejemplo, la zona sur de Chile, zonas como el norte de Chile han mostrado mayor fortaleza, lo que se refleja en ventas consolidadas más estables.

A finales del año 2009, la Compañía contaba con un mix de productos entre casas y departamentos, en una proporción cercana al 60,0% entre casas y departamentos de media densidad (4 a 5 pisos), respecto a la venta potencial de los proyectos en desarrollo. Estratégicamente, la Compañía se enfoca en el desarrollo de casas y edificios de baja altura, coherente con el tipo de edificación de las zonas geográficas donde se ubican sus proyectos y asimismo, estos le permiten adecuar rápidamente la velocidad de la construcción a la velocidad de la demanda, y consecuentemente mantener bajos niveles de stock.

La Compañía dispone de un amplio portfolio de proyectos que van desde UF 900 a UF 15.500, abarcando de esta manera los segmentos socioeconómicos bajos, medios y altos. Al 31 de diciembre de 2009, el segmento de viviendas con precios bajo las UF 3.000, concentraba 68% de los proyectos en desarrollo, mientras el restante 32% se ubica por sobre UF 3.000. Lo anterior es coherente con el foco del negocio en los segmentos C2 y C3 y, una estrategia de diversificación que apunta a reducir su exposición a la volatilidad de un determinado segmento socioeconómico.

Las promesas de compraventa firmadas durante el ejercicio 2009 ascendieron a 3.542 unidades equivalente a UF 7,5 millones y un aumento en términos de UF de 52,5%, respecto al mismo período del año anterior. El precio promedio de las viviendas con promesas fue de UF 2.120, similar al promedio de UF 2.102 obtenido durante 2008.

El nivel de participación de los proyectos propios y en asociación que consolidan en el estado de resultados asciende a 62,7%, mientras el porcentaje restante de 37,3% corresponde a proyectos en asociación con terceros que no consolidan. En términos de diversificación de las promesas, se aprecia que, según zona geográfica la zona central concentra el 64,4% de las promesas en términos de UF, mientras el 35,6% restante se divide en partes iguales entre la zona norte y zona sur; según tipo de vivienda, las casas concentran el 66,9% de las promesas en términos de UF, mientras el porcentaje restante se segmenta entre edificios de 4 pisos y edificios de 5 o más pisos.

Las escrituras de compraventa firmadas durante el ejercicio 2009, alcanzaron las 3.694 unidades, equivalentes a UF 7,9 millones, lo que representa un aumento en términos de UF de 20,8% respecto al mismo período del año anterior. El precio promedio de las viviendas con promesas fue de UF 2.146, similar al promedio de UF 2.056 obtenido durante 2008.

El nivel de participación de los proyectos propios y en asociación en la escrituración total que consolidan en el estado de resultados asciende a 63,8%, mientras el porcentaje restante de 36,2% corresponde a proyectos en asociación con terceros que no consolidan. En términos de diversificación de la escrituración, se aprecia que, según zona geográfica, la zona central concentra el 68,9% de la escrituración en términos de UF, mientras el 31,1% restante se divide en partes iguales entre la zona norte y zona sur; según tipo de vivienda, las casas concentran el 64,1% de la escrituración en términos de UF, mientras el porcentaje restante se segmenta entre edificios de 4 pisos y edificios de 5 o más pisos.

Durante el año 2009, Inmobiliaria Aconcagua S.A. implementó una política de lanzamiento de proyectos inmobiliarios más conservadora, dado el escenario económico por el que atravesó la economía local y el mercado inmobiliario.

En este contexto, la Compañía decidió postergar el inicio de ventas de proyectos incluidos en el plan maestro de 2009, enfocarse en la disminución de stock de viviendas disponibles para escrituración inmediata, continuar aquellos proyectos en construcción con grado de avance y, priorizar en forma selectiva los lanzamientos de nuevos proyectos por área geográfica y producto según el nivel de stock y demanda.

No obstante lo anterior, durante el ejercicio 2009, se inició la venta de 20 nuevas etapas de proyectos inmobiliarios existentes, que presentan una venta potencial de UF 2,6 millones. Los proyectos se ubican tanto en la zona norte, centro y sur del país, privilegiándose la edificación de casas y departamentos de media densidad, con un precio promedio total en torno a UF 2.000. De esta manera, el año 2009 se presentó como

una oportunidad para planificar el lanzamiento de más de 60 etapas de proyectos existentes y 8 nuevos e innovadores proyectos en el año 2010.

En términos de escrituración, durante el año 2009, 36 etapas de proyectos iniciaron el proceso de escrituración, los que presentan una venta total de UF 5,2 millones. Los proyectos se ubican tanto en la zona norte, centro y sur, con un precio promedio total en torno a UF 2.600.

Salfacorp S.A. tiene una posición en terrenos por más de 1.700 hectáreas aptas para el desarrollo urbano en posiciones estratégicamente seleccionadas en las principales urbes del país.

Estas posiciones le garantizan a la Compañía la disponibilidad de suelos para desarrollos futuros a costos competitivos, así como capitalizar la plusvalía que se genera producto de la acción de desarrollos en dichas zonas, tanto en el ámbito habitacional, como comercial y de equipamiento.

Aproximadamente un 80% del banco de terrenos es controlado bajo un esquema de opciones y convenios que permiten adquirir la tierra a sus propietarios en la medida que se requiere para el desarrollo de un proyecto inmobiliario. Lo anterior permite disminuir las necesidades de caja asociadas a la compra anticipada de terrenos y al mismo tiempo calzar los flujos de la operación.

Estructura de Propiedad y Administración de la Compañía

De los 12 mayores accionistas de la Sociedad, y que figuran en el cuadro, destacan las sociedades Inversiones Ascotan Ltda., Inversiones Atlántico Ltda., e Inversiones Santa Isabel, todas ellas ligadas al ex Grupo controlador de Aconcagua y que entre todas sus participaciones (dentro de los 12 mayores accionistas) suman un 20,23%. Se destaca del siguiente cuadro, el alto porcentaje de floating de las acciones de Salfacorp.

Nombre	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
INVERSIONES ASCOTAN LTDA	44.857.078	44.857.078	11,21%
MONEDA CORREDORA DE BOLSA LIMITADA	28.182.682	28.182.682	7,05%
INVERSIONES ATLANTICO LIMITADA	25.852.739	25.852.739	6,46%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	24.339.980	24.339.980	6,09%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	16.880.000	16.880.000	4,22%
INVERSIONES SANTA ISABEL LTDA	10.232.206	10.232.206	2,56%
RIO RUBENS S A	9.132.676	9.132.676	2,28%
INV INMOB S RENTALTD A	8.928.170	8.928.170	2,23%
CELFIN CAPITAL S A C DE B	8.747.183	8.747.183	2,19%
INMOBILIARIA E INVERSIONES SANTA ELCIRA SA	7.297.541	7.297.541	1,82%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	7.120.265	7.120.265	1,78%
FONDO DE INVERSION LARRAIN VIAL BEAGLE	6.901.677	6.901.677	1,73%
TOTAL 12 MAYORES ACCIONISTAS	198.472.197	198.472.197	49,62%

Salfacorp S.A es administrada por un Directorio formado por siete miembros titulares, sin la presencia de directores suplentes, nominados por la Junta General de Accionistas. El Directorio dura un periodo de tres años, al final del cual debe renovarse totalmente, sin restricciones de reelección. En la Junta Ordinaria de Accionistas celebrada el 23 de abril de 2008 se procedió a renovar el Directorio de la Sociedad, por un periodo de tres años a partir de esta fecha, el que quedó conformado de la siguiente forma:

Nombre	Cargo
ETCHEGARAY AUBRY JAN ENRIQUE ALBERTO	PRESIDENTE DEL DIRECTORIO
MONTERO SAAVEDRA ANIBAL	VICEPRESIDENTE DEL DIRECTORIO
GUTIERREZ PHILIPPI FRANCISCO RAMON	DIRECTOR
LARRAIN CRUZAT FERNANDO JOSE	DIRECTOR
SALINAS ERRAZURIZ PABLO	DIRECTOR
NAVARRO HAEUSSLER ANDRES	DIRECTOR
RIVERA PALMA JUAN LUIS	DIRECTOR
GARCÉS JORDAN FRANCISCO JAVIER	GERENTE GENERAL

Cabe señalar que el Directorio y la alta administración de la Compañía cuenta con gran experiencia en la industria que le compete. Este hecho permite que la compañía opere con un alto grado de estabilidad, lo cual asegura la adopción de políticas consistentes en el tiempo.

Vale la pena señalar que además del comité de directores, conformado por los señores Alberto Etchegaray Aubry, Francisco Gutiérrez Philippi y Fernando Larrain Cruzat (Presidente del Comité), en la Compañía funcionan otros 4 comités, de Auditoría (compuesto por los mismo integrantes del comité de directores), de Ingeniería y Construcción, Inmobiliario y de Desarrollo Humano.

Salfacorp S.A. se encuentra estructurada en dos unidades de negocio: Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria². Estas unidades de negocio son asistidas por un área Corporativa y de Servicios Compartidos con el fin de aprovechar economías de escala en temas operacionales, administrativos, legales, contables y financieros.

En este contexto, durante el año 2009 se reestructuró el área Corporativa de la Compañía, creándose la Gerencia de Excelencia Operacional y la Gerencia de Servicios Compartidos, esta última como resultado de la fusión de las Gerencias de Administración, Control de Gestión y Tecnologías de la Información.

En el caso de la Gerencia de Excelencia Operacional, su misión es el desarrollo y estandarización de procesos, y la comunicación e integración de las distintas unidades operativas dentro de la Organización, apoyada en la incorporación de tecnologías de clase mundial, mientras en el caso de la Gerencia de Servicios Compartidos, su objetivo principal es dar soporte a la gestión de las unidades de negocios de Salfacorp S.A. mediante servicios estandarizados de calidad a costos competitivos.

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 período de 2008 (M\$ 630.431.482) muestran una disminución de

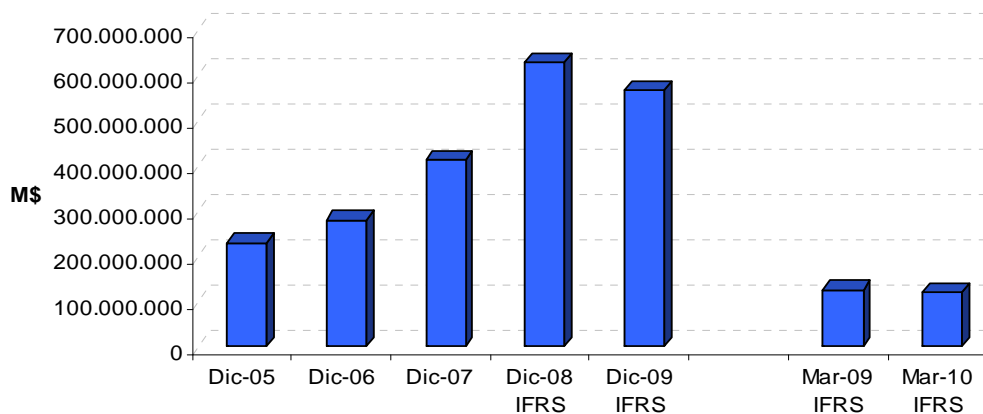
² Durante el ejercicio 2009, se realizó una reorganización societaria fusionando Salfa Desarrollo S.A. con las unidades de negocio de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria. Cabe notar que, la reorganización descrita anteriormente no afecta los resultados consolidados de la Compañía.

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 período del año anterior. Este

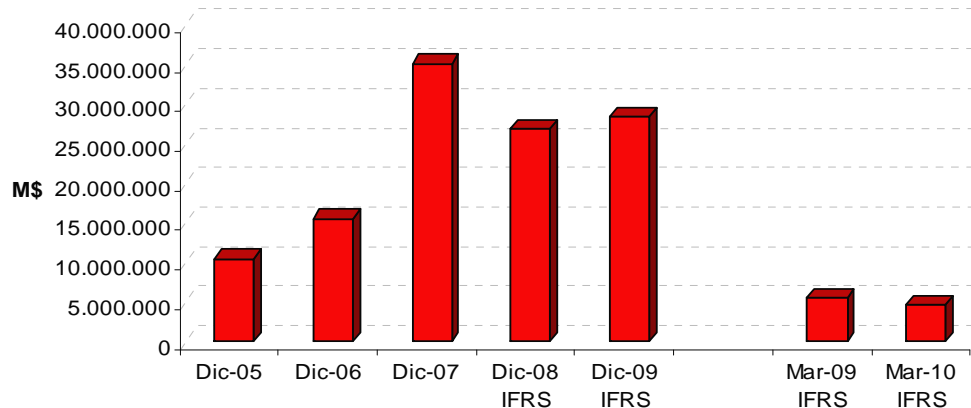
incremento se produjo por la mayor venta en la unidad inmobiliaria y la racionalización de gastos de administración (durante el primer trimestre de 2009 se llevó a cabo un proceso de reorganización corporativa con el fin de racionalizar estos gastos).

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



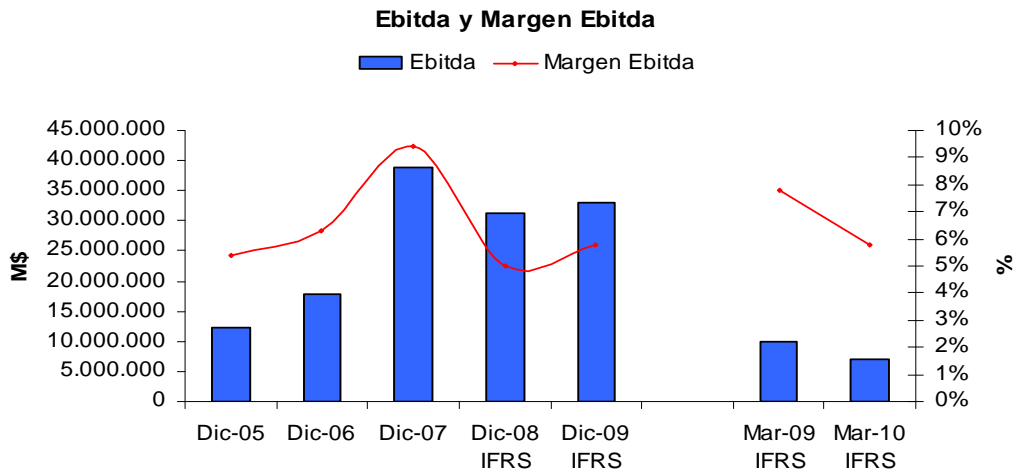
El Ebitda del año 2009 ascendió a M\$ 32.894.140, un 5,0% superior al del período anterior (M\$ 31.319.339). Cabe señalar que el aporte al Ebitda por unidad de negocio fue de M\$ 28.944.362 por Ingeniería y Construcción, de M\$ 3.856.669 por la unidad Inmobiliaria y un aporte de M\$ 93.110 por el corporativo.

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.

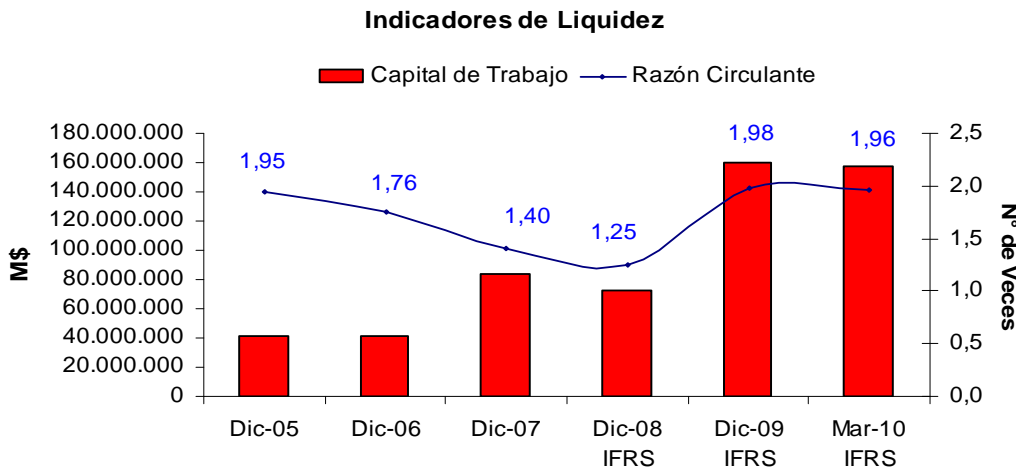
Sobre el aporte al Ebitda por unidad de negocio, éste fue de M\$ 5.986.997 por Ingeniería y Construcción, M\$ 1.069.239 por la unidad Inmobiliaria y una pérdida de M\$ 78.238 por el corporativo.

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.



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 periodo 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.

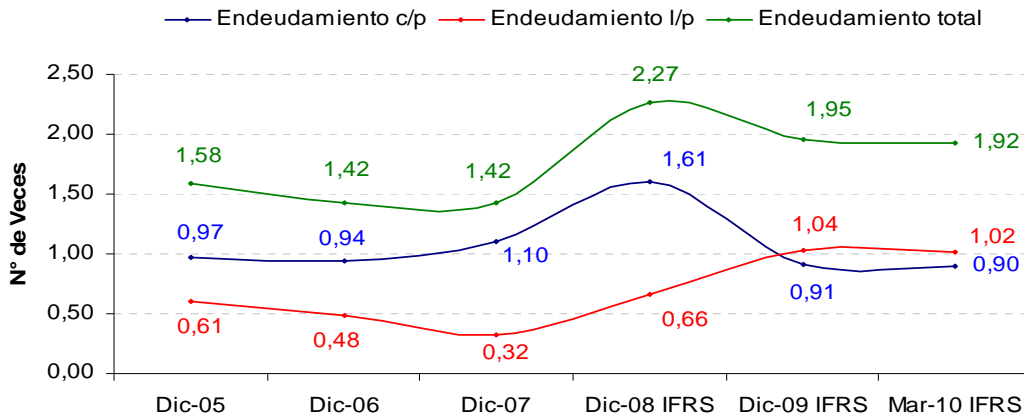
En tanto, los pasivos no corrientes compensaron en parte la disminución de los pasivos corrientes, exhibiendo un crecimiento de M\$ 65.344.554. Esta variación se fundamenta principalmente en la reestructuración de pasivos del corto al largo plazo que implementó la Compañía.

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.

Endeudamiento



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

Bonos

A continuación se señalan las principales características de las dos Líneas de Bonos Números de Inscripción, N° 533 y N° 534 de SalfaCorp.

Nemotécnico	BSALF-A	Nombre Bono	Serie A
Rut Emisor	96885880-7	Moneda	U.F.
Plazos	5 (Años)	Monto Emisión	2.000.000
Fecha Emisión	31-05-2008	Fecha Vencimiento	31-05-2013
Tasa Anual Emisión	3.25 (%)	Pago Cupones	Semestral
N° Bonos	4000	Valor Nóminal Bono	500
Fecha Ini. Dev. Int.	31-05-2008	Fecha Ini. Pago Int.	30-11-2008
Fecha Ini. Pago Cap.	31-05-2013	N° Inscripción	533
Tipo Bono	Corporativo	Tipo Documento	Desmaterializado
Tipo de Garantía	No Contempla		
Tipo de Rescate	No contempla		
Agente Colocador	I.M. TRUST	Agente Pagador	BANCO DE CHILE
Rep. Tenedor Bono	BANCO DE CHILE	Agente Custodio	Depósito Central de Valores
Adm. Primario		Adm. Sustituto	
Adm. Maestro			
Los fondos se destinarán al refinanciamiento de pasivos del Emisor y/o de sus filiales.			

Nemotécnico	BSALF-B	Nombre Bono	Serie B
Rut Emisor	96885880-7	Moneda	U.F.
Plazos	21 (Años)	Monto Emisión	2.000.000
Fecha Emisión	31-05-2008	Fecha Vencimiento	31-05-2029
Tasa Anual Emisión	4 (%)	Pago Cupones	Semestral
N° Bonos	4000	Valor Nóminal Bono	500
Fecha Ini. Dev. Int.	31-05-2008	Fecha Ini. Pago Int.	30-11-2008
Fecha Ini. Pago Cap.	30-11-2010	N° Inscripción	534
Tipo Bono	Corporativo	Tipo Documento	Desmaterializado
Tipo de Garantía	No Contempla		
Tipo de Rescate	Rescate Total o parcial a partir de 31-05-2013 en la forma señalada en el punto 5.4.1 o en el número diez de la cláusula quinta del contrato de emisión. El Spread de Prepano para la eventual amortización.		
Agente Colocador	I.M. TRUST	Agente Pagador	BANCO DE CHILE
Rep. Tenedor Bono	BANCO DE CHILE	Agente Custodio	Depósito Central de Valores
Adm. Primario		Adm. Sustituto	
Adm. Maestro			
Los fondos se destinarán al refinanciamiento de pasivos del Emisor y/o de sus filiales			

Principales Resguardos:

1. Endeudamiento financiero neto consolidado no superior a dos veces.
2. Razón de cobertura de gastos financieros netos consolidados, no inferior a 3,0 veces.
3. Activos Esenciales: Control de las filiales Salfa Inmobiliaria, Salfa I&C, y Aconcagua. Propiedad de las marcas SalfaCorp y Aconcagua.
4. Mantener un 70% de los ingresos operacionales en los giros Ingeniería y Construcción e Inmobiliario.
5. Cross Default.
6. Cross Acceleration.
7. Negative Pledge.
8. Cross Quiebra.

Efectos de Comercio

Respecto de las principales características de la Líneas, éstas se presentan a continuación:

Línea N° 020

- **Monto máximo:** U.F 400.000
- **Monto fijo o por línea:** Línea de Efectos de Comercio
- **Plazo de Vencimiento:** 10 años contado desde su inscripción
- **Tipo de documentos:** Pagarés.
- Los efectos de comercio emitidos con cargo a esta línea serán al portador.
- Los títulos serán desmaterializados
- **Amortización extraordinaria:** No se contempla la opción para el emisor de realizar amortizaciones extraordinarias totales o parciales.
- **Prórroga:** No se contempla la posibilidad de prórroga.
- **Garantías específicas:** No se contemplan garantías específicas.

Línea N° 064

- **Monto máximo:** U.F 600.000
- **Monto fijo o por línea:** Línea de Efectos de Comercio
- **Plazo de Vencimiento:** 10 años contado desde su inscripción
- **Tipo de documentos:** Pagarés.
- Los efectos de comercio emitidos con cargo a esta línea serán al portador.
- Los títulos serán desmaterializados
- **Amortización extraordinaria:** No se contempla la opción para el emisor de realizar amortizaciones extraordinarias totales o parciales.
- **Prórroga:** No se contempla la posibilidad de prórroga.
- **Garantías específicas:** No se contemplan garantías específicas.

Línea N° 065

- **Monto máximo:** U.F 400.000
- **Monto fijo o por línea:** Línea de Efectos de Comercio
- **Plazo de Vencimiento:** 10 años contado desde su inscripción
- **Tipo de documentos:** Pagarés.
- Los efectos de comercio emitidos con cargo a esta línea serán al portador.
- Los títulos serán desmaterializados
- **Amortización extraordinaria:** No se contempla la opción para el emisor de realizar amortizaciones extraordinarias totales o parciales.
- **Prórroga:** No se contempla la posibilidad de prórroga.
- **Garantías específicas:** No se contemplan garantías específicas.

La principal regla financiera de protección a los tenedores de efectos de comercio es la siguiente: Mantener un nivel de Pasivo exigible/Patrimonio no superior a 2,5 veces, medida y calculada trimestralmente (la cual se ha cumplido a cabalidad).

Títulos Accionarios

Los títulos accionarios SalfaCorp, son considerados por ICR, como acciones con un grado medio de liquidez, con un nivel moderado a bajo de concentración de la propiedad, hecho que permite tener un buen nivel de floating. Además cuenta con un alto nivel de presencia bursátil y que a julio 2010 alcanza casi un 100%. Y finalmente, se observan estables niveles de rotación bursátil.

