



Clasificadora de Riesgo

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

Salfacorp S.A.



Informe de Nuevo Instrumento Abril de 2009

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
Línea de Efectos de Comercio en proceso de inscripción	N2/A-	"Estable"

Analista responsable: Leonardo Sánchez

Estados Financieros: 31 de diciembre de 2008

Resumen de Clasificación

ICR ha acordado clasificar en Categoría N2/A-, tendencia "Estable" las dos nuevas líneas de Efectos de Comercio de Salfacorp S.A., contemplados en escrituras públicas de repertorios N° 1771/2009 y N° 1772/2009. Ambos contratos contemplados en escrituras públicas de fecha 8 de abril de 2009 y suscritos en la Notaría del señor Alberto Mozo Aguilar.

La clasificación se sustenta sobre la base de los buenos resultados que ha presentado la compañía durante los últimos años con niveles crecientes de Ingresos, Utilidad y Ebitda. Los mejores resultados obtenidos por la compañía durante el año 2008, se basan fundamentalmente en la mayor actividad y productividad del área Ingeniería y Construcción, el crecimiento de la unidad Salfa Desarrollo, y menor medida, dado el contexto económico actual, al sector inmobiliario y a la incorporación de Aconcagua S.A.

La fusión ha permitido a Salfacorp, potenciar fuertemente el área Inmobiliaria, hecho que se aprecia al observar el cambio que se produjo en la composición de sus ingresos por área de negocios, adjudicarse nuevos y más grandes proyectos, contar con una mayor diversificación geográfica y ofrecer nuevos mix de productos (viviendas).

Finalmente, vale la pena señalar que la incorporación de Aconcagua además del importante volumen de negocios presentado durante los últimos años, han traído consigo un aumento importante en la carga financiera de la sociedad, principalmente pasivo financiero de corto plazo.

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.

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 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.

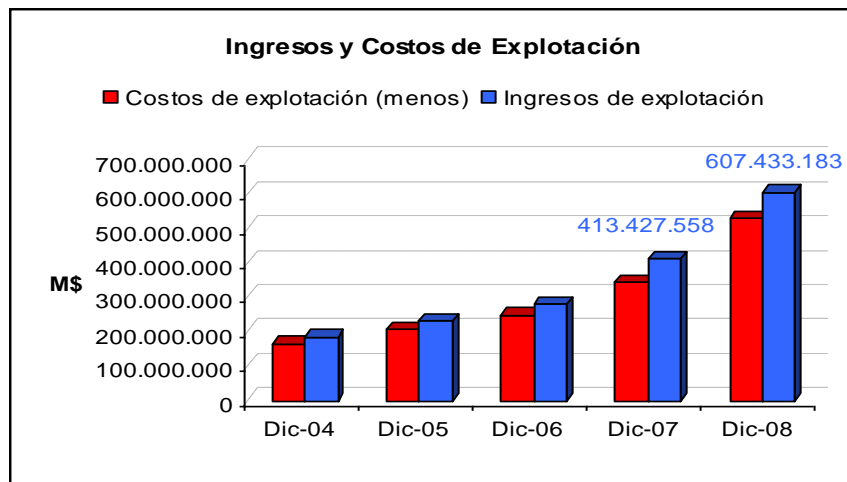
- Con fecha 17 de diciembre de 2008, culminó con éxito el proceso de suscripción del total de las 50.717.528 acciones emitidas con cargo al aumento de capital aprobado por la Junta Ordinaria de Accionistas de SalfaCorp S.A. celebrada el 20 de agosto de 2008. Durante el período de suscripción preferente terminado el 13 de diciembre de 2008, la sociedad colocó aproximadamente el 66% de las acciones emitidas y el día 17 de diciembre, se procedió a colocar la restante parte de las acciones emitidas con cargo al mencionado aumento de capital, producto de la exitosa colocación de la totalidad del aumento de capital, la sociedad ha recaudó la cantidad total de \$25.612.351.640 pesos íntegramente enterados en la caja.
- Por acuerdo suscrito el día 9 de septiembre de 2008, la sociedad filial Salfa Montajes S.A. y Empresa Constructora Deseo S.A., convinieron que Salfa Montajes S.A. se incorpore a la Constructora Propuerto Limitada, sociedad chilena con vasta trayectoria en la ejecución de obras portuarias, mediante la adquisición de los dos tercios de los derechos sociales de la mencionada sociedad, en la cantidad total de \$937.208.224, la cual será financiada por Salfa Montajes S.A. con fondos propios. La parte restante de los derechos sociales de Constructora Propuerto Limitada, permanecerá en poder de Empresa Constructora Deseo S.A.
- Con fecha 7 de julio de 2008 la Sociedad ha procedido a colocar los bonos BSALF-A por un monto de UF 1.000.000 a 5 años plazo y a una tasa de 4,04%
- Con fecha 19 de junio de 2008 la Sociedad ha procedido a colocar los siguientes bonos BSALF-A BSALF-B, ambos por un monto de UF 1.000.000 a 5 y 21 años plazo y a tasas del 4,02% y 5%, respectivamente.
- El día 23 de abril de 2008 y por acuerdo de la Junta Ordinaria de Accionistas, se acordó pagar a los accionistas de la Sociedad, a partir del 20 de mayo del presente, un dividendo definitivo ascendente a \$ 18,75 por acción, lo que totaliza \$ 6.549.046.350, que equivalen al 30% de las utilidades susceptibles de ser distribuidas según el balance y estados financieros al 31 de diciembre de 2007.
- Con fecha 29 de enero de 2008, tras haber finalizado exitosamente el proceso de due diligence respecto de la sociedad peruana HV Contratista S.A, la filial Salfa Perú adquirió el 80% de las acciones de la referida sociedad. El precio pagado por el porcentaje de acciones indicado ascendió a US\$ 2.837.600.
- Con fecha 16 de enero de 2008, el Directorio de la sociedad tomó conocimiento de la adquisición efectuada por la filial Salfa Internacional Limitada (directamente y a través de su filial Salfa Perú), del 30% de las acciones de las sociedades Desarrollo Tecnológico S.A. y Des&Sal S.A.C. El precio total de la operación ascendió a la suma de \$ 1.000.000.000, pagadero al contado. En virtud de ello, a través de las filiales indicadas, Salfacorp S.A., pasó a controlar el 100% de las referidas sociedades, las cuales prestan servicios de ingeniería, gestión de compra y administración de la construcción mayoritariamente en el mercado de retail peruano.

Análisis Financiero

En general, los principales resultados financieros de la compañía han presentado una evolución positiva durante los últimos años, potenciada 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.

Las ventas de SalfaCorp S.A. a Diciembre de 2008 alcanzaron a MM\$ 607.433 mostrando un incremento del 46,9%, equivalente a M\$ 194.005 con respecto a las obtenidas en el período anterior. De estas ventas consolidadas, el incremento se explica en un 96,9% (MM\$ 187.989) por la unidad de Ingeniería y Construcción, un 0,4% (MM\$ 822) por el negocio Inmobiliario y, un 2,7% (MM\$ 5.194) por la unidad de negocio de Desarrollo.

La distribución de las ventas consolidadas por unidad de negocio para el 2008 fue de un 82,1% de Ingeniería y Construcción (MM\$ 499.135), 13,9% Inmobiliario (MM\$84.161), y 4,0% área de Desarrollo (MM\$24.136).



El Margen de Explotación fue de MM\$ 75.734, el que se incrementó en un 12,4%, equivalente a MM\$ 8.359, respecto a igual periodo del año anterior. Este incremento se explica principalmente por una mayor actividad del área Ingeniería y Construcción. Este margen respecto a las ventas disminuyó un 3,8%, lo que se debe en parte a una caída en el margen del negocio Inmobiliario y por un cambio en el mix de ventas de la compañía, al aumentar la proporción de Ingeniería y Construcción.

El Resultado de Explotación de este periodo fue de MM\$ 34.524, con una caída de 1,9% equivalente a MM\$ 682 respecto al mismo período del año anterior. Esta disminución se explica principalmente por un menor margen de explotación del área Inmobiliaria, así como también producto de los mayores gastos de administración y ventas, debido principalmente del fuerte crecimiento en el nivel de actividad de la compañía en el ámbito local e internacional.

Cabe señalar que la distribución del resultado de la explotación por unidad de negocio fue de un 81,3% de Ingeniería y Construcción (MM\$ 28.063), 4,9% Inmobiliario (MM\$ 1.682), y 13,8% unidad de Desarrollo (MM\$ 4.779).

Por su parte, el Resultado fuera de Explotación ascendió a MM\$ -11.389, que se comparan con los MM\$-5.339 del mismo período anterior. Esto se explica en gran medida por un mayor gasto financiero producto del mayor volumen de negocio y el mayor costo del

financiamiento; al incremento en la amortización de menor valor de inversión y a la corrección monetaria.

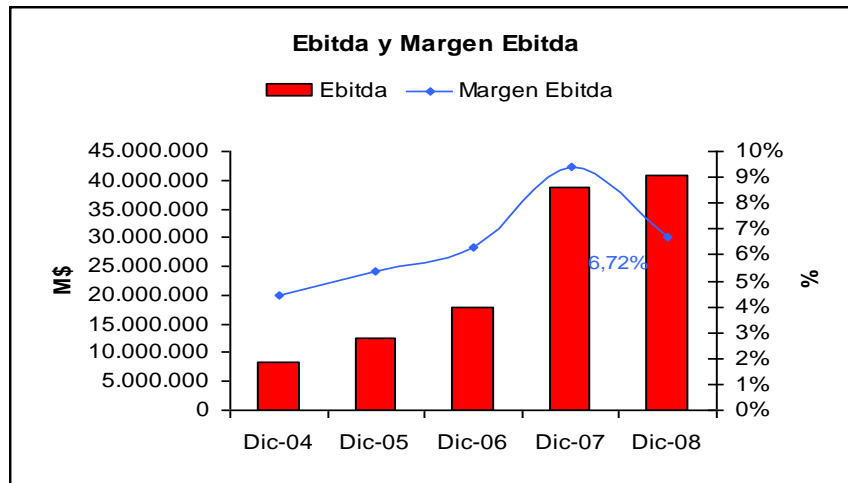
La Utilidad después de Impuesto a Diciembre de 2008 alcanzó MM\$ 16.520, siendo 30,5% menor que el periodo anterior. Esta disminución se explica por el menor resultado de explotación y por el incremento negativo en el resultado fuera de la explotación.

De la utilidad del ejercicio de MM\$ 16.520, el aporte de la unidad de Ingeniería y Construcción fue de MM\$ 16.326, el aporte de la unidad Inmobiliaria fue de MM\$ 3.734, el aporte de la unidad de Desarrollo fue de MM\$ 1.483, y una pérdida de MM\$ 5.023 correspondiente a gastos corporativos (principalmente amortización de menor valor de inversión y gastos financieros).

Respecto al Ebitda para el año 2008, (calculado por ICR como Resultado de Explotación+depreciación+amortización de intangibles), este fue de MM\$ 40.821, es decir, un 5% superior al obtenido durante el año 2007.

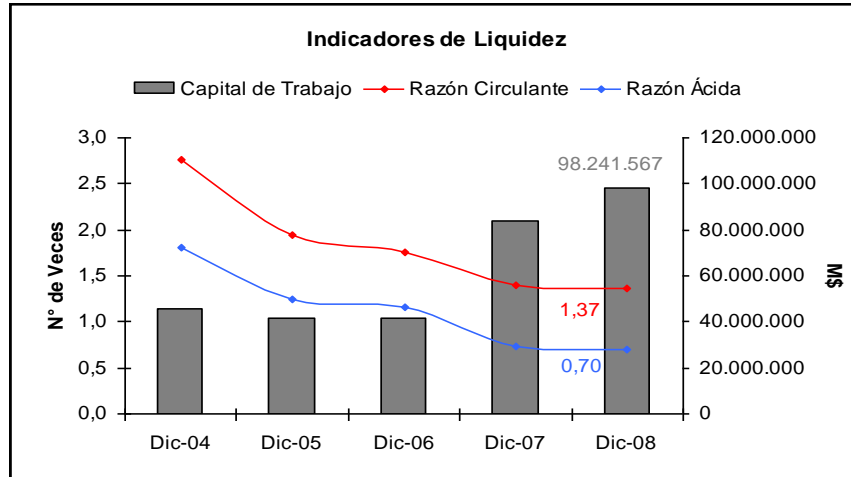
Cabe señalar que el aporte al ebitda consolidado por unidad de negocio fue de aproximadamente un 57% del área Ingeniería y Construcción, de un 31% de la unidad Inmobiliaria, y el resto aportado por la unidad de Desarrollo.

El margen Ebitda disminuyó en 2,5%, lo que se debe en parte a una caída en el margen del negocio Inmobiliario y por un cambio en el mix de ventas de la compañía, al aumentar la proporción de Ingeniería y Construcción.



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

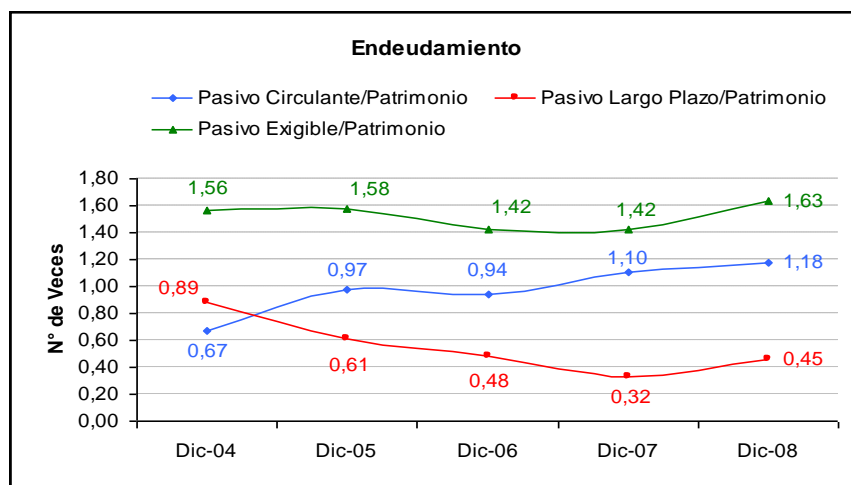
Liquidez: La evolución de los indicadores de liquidez bajo análisis, liquidez corriente, razón ácida y capital de trabajo se debe, en gran medida, a los grandes volúmenes de inversiones y al crecimiento en el número de proyectos que ha presentado la compañía durante los últimos años. Se debe recordar que la política de financiamiento de Salfacorp, apunta a la realización de gran parte de sus proyectos e inversiones en base a capital propio. En general, sólo en Inversiones de terreno y en Inversiones relacionadas al área Ingeniería y Construcción se utiliza financiamiento externo, ya sea financiero o asociaciones con terceros.



El índice de Liquidez corriente a Diciembre 2008 ascendió a 1,37 veces, con una disminución marginal de 0,04 en comparación a Diciembre 2007, a pesar del importante aumento en el nivel de actividad de la compañía, esto no afectó el índice de liquidez dado que fue compensado con una reestructuración de pasivos de corto plazo al largo plazo, y un aumento de capital llevado a cabo durante el cuarto trimestre de 2008.

El pasivo exigible del año 2008 se incrementó en un 36,8%, equivalente a MM\$ 100.224. De este incremento, el pasivo circulante es responsable de MM\$ 58.408, aumento que se explica principalmente por mayores obligaciones financieras en el corto plazo con instituciones bancarias, asociada al desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios, en tanto, las obligaciones de largo plazo explican MM\$41.815 del crecimiento en los pasivos exigibles, producto de la emisión de bonos por un monto de MMUF 3,0 en el mercado local, estructurado en plazos de 5 años y 21 años. Lo anterior permitió reestructurar pasivos de corto plazo al largo plazo, mejorando la liquidez de la compañía y la exigibilidad de los pasivos. Así, al cierre del presente ejercicio se concentra el 72,1% de sus pasivos en el corto plazo y 27,9% en el largo plazo.

Dado lo anterior, el Endeudamiento se ubicó en 1,63 veces, volviendo a los niveles históricos de endeudamiento de la compañía. Es importante hacer notar que, la deuda de corto plazo está asociada principalmente al desarrollo de proyectos inmobiliarios cuyo plan de pago está en línea con la venta de las viviendas.

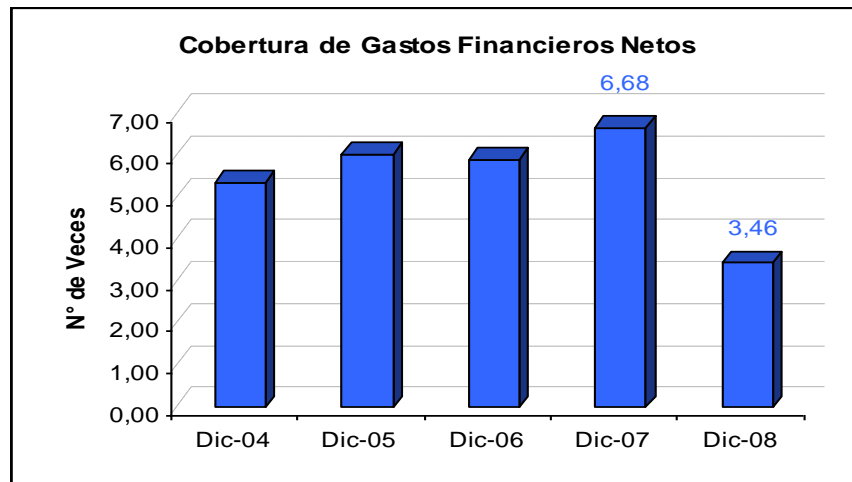


Respecto de la deuda financiera, tras la fusión se observa un gran cambio en ésta,

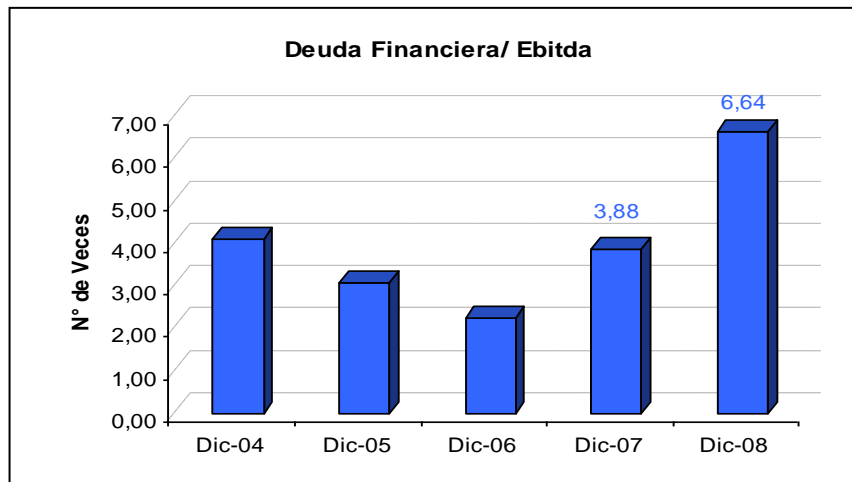
principalmente en el pasivo financiero de corto plazo, tal como lo presenta la siguiente tabla.

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Endeudamiento Financiero Total (N° de Veces)	0,89	0,86	0,69	0,79	1,18
Corto Plazo	0,17	0,36	0,29	0,62	0,81
Largo Plazo	0,72	0,50	0,40	0,17	0,38
Deuda Financiera Total (M\$)	33.989.362	38.470.948	40.130.015	150.656.673	270.890.413
Corto Plazo (M\$)	6.606.610	16.046.216	16.710.958	117.754.826	184.186.995
Largo Plazo (M\$)	27.382.752	22.424.732	23.419.057	32.901.847	86.703.418

Respecto a los niveles de Cobertura de gastos financieros (Ebitda/Gastos financieros), se observa que pese al aumento en el Ebitda y a la consistencia mostrada durante los últimos años, en particular durante el año 2007, para el ejercicio del año 2008 y como consecuencia del importante incremento de los Gastos Financieros (107%), producto del mayor volumen de negocio y el mayor costo del financiamiento, el indicador presentó una considerable caída.



Finalmente, el indicador deuda financiera sobre Ebitda presentó un importante aumento durante el año 2008, como consecuencia del aumento ya explicado en el pasivo exigible, al igual que en el caso del indicador anterior, se espera revertir ésta situación durante el año 2009, principalmente mediante la reducción de deuda.



A continuación se presenta un cuadro resumen con los principales resultados e indicadores financieros y de gestión de la compañía.

RESUMEN FINANCIERO SALFACORP	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Total Activos Circulantes	71.006.838	84.843.653	96.505.921	294.468.835	367.247.003
Total Activos Fijos	9.689.865	10.078.663	12.874.553	28.298.211	28.285.581
Total Otros Activos	16.872.854	20.591.489	32.160.001	145.913.526	212.042.786
Total Activos	97.569.557	115.513.805	141.540.475	468.680.572	607.575.370
Total Pasivos Circulantes	25.636.422	43.491.906	54.971.810	210.596.966	269.005.436
Total Pasivos a Largo Plazo	33.729.571	27.128.347	27.992.919	62.037.111	103.852.775
Interes Minoritario	138.515	259.645	255.845	4.704.405	5.923.143
Total Patrimonio	38.065.049	44.633.907	58.319.901	191.342.090	228.794.016
Total Pasivos	97.569.557	115.513.805	141.540.475	468.680.572	607.575.370
Resultado De Explotacion	6.451.862	10.499.605	15.592.971	35.206.694	34.524.650
Margen De Explotacion	19.517.105	24.264.610	31.892.523	67.374.949	76.284.560
Ingresos de explotación	185.608.605	230.909.770	281.219.676	413.427.558	607.433.183
Costos de explotación (menos)	-166.091.500	-206.645.160	-249.327.153	-346.052.609	-531.148.623
Gastos de administración y ventas (menos)	-13.065.243	-13.765.005	-16.299.552	-32.168.255	-41.759.910
Resultado Fuera De Explotacion	-392.455	-2.192.635	-1.690.424	-5.339.560	-11.389.303
Ingresos financieros	103.405	147.841	165.189	108.435	532.117
Gastos financieros (menos)	-1.636.242	-2.201.414	-3.163.123	-5.925.429	-12.324.073
Resultado Antes De Impuesto A La Renta..	6.059.407	8.306.970	13.902.547	29.867.134	23.135.347
Utilidad (Perdida) Del Ejercicio	5.357.541	6.853.111	11.643.173	23.767.715	16.520.878
Razón Circulante	2,77	1,95	1,76	1,40	1,37
Razón Ácida	1,80	1,25	1,16	0,72	0,70
Capital de Trabajo	45.370.416	41.351.747	41.534.111	83.871.869	98.241.567
Pasivo Circulante/Patrimonio	0,67	0,97	0,94	1,10	1,18
Pasivo Largo Plazo/Patrimonio	0,89	0,61	0,48	0,32	0,45
Pasivo Exigible/Patrimonio	1,56	1,58	1,42	1,42	1,63
Ebitda	8.242.030	12.410.909	17.758.916	38.870.469	40.821.359
Cobertura de Gastos Financieros Netos	5,38	6,04	5,92	6,68	3,46
ROE	14,07%	16,57%	21,71%	19,04%	7,86%
ROA	5,49%	6,43%	9,06%	7,79%	3,07%
Margen de Explotación	10,52%	10,51%	11,34%	16,30%	12,56%
Margen Operacional	3,48%	4,55%	5,54%	8,52%	5,68%
Margen Ebitda	4,44%	5,37%	6,31%	9,40%	6,72%

Las cifras correspondientes a balance general, estado de resultados, Capital de Trabajo y Ebitda se encuentran expresadas en miles de pesos.

Características de los Nuevos Instrumentos

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

Línea asociada al contrato de repertorio N° 1771/2009

- **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.
- **Principal Regla financiera de protección a los tenedores de efectos de comercio:**
 1. Pasivo exigible/Patrimonio: No superior a 2,5 veces, medida y calculada trimestralmente.

Línea asociada al contrato de repertorio N° 1772/2009

- **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.
- **Principal Regla financiera de protección a los tenedores de efectos de comercio:**
 2. Pasivo exigible/Patrimonio: No superior a 2,5 veces, medida y calculada trimestralmente.