## ANÁLISIS RAZONADO

El presente informe ha sido preparado para el período terminado al 30 de septiembre de 2010 y 2009. De acuerdo con la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, a partir del cierre del ejercicio 2009 SalfaCorp S.A. reporta sus estados financieros bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (International Financial Reporting Standards, IFRS). Los estados financieros de los primeros nueve meses del año 2009 se encuentran re-expresados de acuerdo a esta nueva normativa, y los ajustes de conciliación son detalladamente descritos en las notas que forman parte de dichos estados financieros.

## 1.- ESTADOS FINANCIEROS

### *1.1 Estado de Resultados*

#### *1.1.1.* Análisis del Estado de Resultados por Función Acumulado al 30 de septiembre de 2010

| Estado de Resultados por Función IFRS 2010 | 9m-10 | 9m-09 | Variación | |
|---|---|---|---|---|
| (M$ de cada periodo) | M$ | M$ | M$ | % |
| Ingresos de actividades ordinarias | 469.538.880 | 402.633.307 | 66.905.573 | 16,6% |
| **Ganancia bruta** | **50.834.588** | **47.756.739** | **3.077.849** | **6,4%** |
| % ganancia bruta / ingresos de actividades ordinarias | 10,8% | 11,9% | - | -1,0% |
| Gastos de Administración y Ventas | (32.786.062) | (29.404.120) | (3.381.942) | 11,5% |
| % gastos de administración y ventas / ingresos de actividades ordinarias | 7,0% | 7,3% | - | -0,3% |
| **Resultado de la Operación** | **18.048.526** | **18.352.619** | **(304.093)** | **-1,7%** |
| % resultado de la operación / ingresos de actividades ordinarias | 3,8% | 4,6% | - | -0,7% |
| Resultado fuera de la Operación | (3.918.870) | (14.441.956) | 10.523.086 | n.m. |
| **Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora** | **10.101.725** | **(909.732)** | **11.011.457** | **n.m.** |
| % ganancia (pérdida) / ingresos de actividades ordinarias | 2,2% | -0,2% | - | 2,4% |
| | | | | |
| **R.A.I.I.D.A.I.E** | **24.837.730** | **28.407.202** | **(3.569.472)** | **-12,6%** |
| % R.A.I.I.D.A.I.E / ingresos de actividades ordinarias | 5,3% | 7,1% | - | -1,8% |

Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** al cierre de septiembre de 2010 alcanzaron M$ 469.538.880, los que comparados con los ingresos de igual período de 2009 (M$ 402.633.307) muestran un incremento de 16,6%, equivalente a M$ 66.905.573, lo que se explica por el aumento en las ventas en la unidad de Ingeniería y Construcción, particularmente en los segmentos de obras civiles, el mercado internacional (Perú), infraestructura, montaje industrial y edificación.

La distribución de los ingresos ordinarios por unidad de negocio para los primeros nueve meses de 2010 fue de 83,9% de Ingeniería y Construcción (M$ 394.063.118) y 16,0% Inmobiliario (M$ 75.475.762).

En las unidades de negocio, respecto a los primeros nueve meses de 2009, los ingresos de la unidad de Ingeniería y Construcción aumentan en 23,8% (M$ 75.743.073) con respecto a igual período del año anterior, producto de los mayores ingresos en el segmento de obras civiles (M$ 21.755.808), el mercado internacional (Perú) (M$ 16.968.814), el nuevo segmento de infraestructura a partir de inicios de este ejercicio (M$15.375.409), montaje industrial (M$

11.741.158) y edificación (M$ 9.901.884). Esta variación en los ingresos se encuentra en línea con lo planificado para este período.

En tanto, los ingresos del negocio inmobiliario disminuyen en 10,5% (M$ 8.837.501), lo que se explica principalmente por una menor proporción de proyectos propios (57,6%) con respecto a los proyectos en asociación que no consolidan (42,4%) en los estados financieros de la Compañía del total de escrituración de la unidad inmobiliaria. Esto se compara con una participación de 65,8% de los proyectos propios en la escrituración total durante igual período de 2009. Esta variación en los ingresos se encuentra en línea con el plan anual y la estacionalidad de la escrituración para esta unidad de negocio.

La **Ganancia Bruta** fue de M$ 50.834.588, la que aumentó en 6,4% equivalente a M$ (3.077.849), respecto a igual período del año anterior. La contribución a la ganancia bruta por unidad de negocio fue de 67,8% de Ingeniería y Construcción (M$ 34.454.184) y 32,2% Inmobiliario (M$ 16.380.404).

El incremento en la ganancia bruta respecto a los primeros nueve meses del año anterior se explica por la normalización del negocio inmobiliario (M$ 2.138.716), derivado de la venta de terrenos prescindibles y el negocio de Ingeniería y Construcción (M$ 939.133), producto del mayor nivel de actividad de esta unidad.

La ganancia bruta respecto a los ingresos disminuyó en 1,0 punto porcentual, lo que se debe a la unidad de Ingeniería y Construcción cuya caída de margen fue de 1,8 puntos porcentuales. Lo anterior producto de la disminución en la rentabilidad de los proyectos, como consecuencia de la mayor competitividad imperante en la industria local en las licitaciones adjudicadas durante el año 2009, y ejecutadas con mayor intensidad durante este ejercicio. Asimismo, producto del terremoto, durante el mes de marzo y abril esta unidad de negocio vio afectada su rentabilidad dada la caída en la producción (paralización de obras), y no así en los costos de mano de obra, dado el compromiso de la Compañía de mantener la continuidad laboral de sus trabajadores.

Los **Gastos de Administración y Ventas**[1] alcanzaron M$ 32.786.062, logrando una disminución de 0,3 puntos porcentuales (7,0% v/s 7,3%) respecto a las ventas, a pesar de los mayores gastos en la unidad ingeniería y construcción como consecuencia del desarrollo de nuevos segmentos de negocio y mercados, y la mayor actividad en esta unidad de negocio.

Cabe notar que, dentro de la estrategia actual y futura de la Compañía se encuentra internalizado bajar porcentualmente estos gastos respecto a las ventas, aspecto que incluye a las dos unidades de negocio, como al área internacional.

El **Resultado de la Operación**[2] de los primeros nueve meses de 2010 fue de M$ 18.048.526, con una disminución de 1,7% - equivalente a M$ 304.093 - respecto al mismo período del año anterior.

---

[1] **Gastos de Administración y Ventas** se define como la suma Otros ingresos, por función, Costos de distribución, Gasto de administración.
[2] **Resultado de la Operación** se define como Ganancia Bruta más Gastos de Administración y Ventas.

Este diferencial es producto de la menor ganancia bruta en relación a los ingresos pese al mayor nivel de actividad, tal como se explicó recientemente.
La participación en el Resultado de la Operación de M$ 18.048.526 asciende a M$ 15.708.250 por la unidad de Ingeniería y Construcción, M$ 2.896.224 en la unidad Inmobiliaria y gastos corporativos por M$ 555.948.

El **Resultado fuera de la Operación**[3] en los primeros nueve meses de 2010 fue de M$ (3.918.869) que se compara con M$ (14.441.956) del mismo período anterior. Esta diferencia se explica por el efecto de la cuenta otras ganancias (pérdidas) en M$ (12.034.242) durante los primeros nueve meses de 2009 correspondiente al impairment del goodwill proveniente de la fusión con Inmobiliaria Aconcagua, el que se revalorizó de acuerdo a supuestos más conservadores dada la evolución del mercado. Cabe notar que, para efectos comparativos se consideró el impairment a contar del 01 de enero de 2009.

A lo anterior se suman menores gastos financieros netos (M$984.587), como resultado del proceso de reestructuración financiera llevado a cabo a mediados de 2009 y mayores ingresos provenientes de asociaciones con terceros (M$ 464.066).

Lo anterior en parte es contrarrestado por la cuenta de resultados por unidades de reajuste, (M$ 2.695.895) producto de la diferencia entre una deflación de 2,8% durante los primeros nueve meses de 2009 y una inflación de 1,9% durante el mismo período del 2010.

La **Ganancia (pérdida) atribuible a los propietarios de la controladora** de este período alcanzó M$ 10.101.725, siendo M$ 11.011.457 superior que el período anterior. Este incremento se explica por la menor pérdida en el Resultado fuera de la Operación de este período en comparación al primeros nueve meses de 2009, dado lo explicado anteriormente.

De la ganancia del ejercicio, el aporte de la unidad de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria fue de M$10.036.293 y M$ 134.429, respectivamente y una pérdida de M$ 68.997 correspondiente a gastos corporativos.

El **R.A.I.I.D.A.I.E.**[4] de los primeros nueve meses de 2010 fue de M$ 24.837.730, con una disminución de 12,6% respecto al del período anterior (M$ 3.569.472). Lo anterior se explica principalmente por un menor Resultado por Unidades de Reajuste (M$ 2.695.895) durante este período en comparación al primer semestre de 2009.

---

[3] **Resultado no Operacional** corresponde a la suma de las cuentas Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado, Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado, Otros gastos, por función, Otras ganancias (pérdidas), Ingresos financieros, Costos financieros, Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, Diferencias de cambio, Resultado por unidades de reajuste, Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable.

[4] **R.A.I.I.D.A.I.E.** se define como Resultado antes de Impuestos, Intereses, Depreciación, Amortización e Ítemes Extraordinarios. Los intereses comprenden Costos Financieros e Interés de Construcción de proyectos inmobiliarios que se están comercializando.

Cabe señalar que el aporte al R.A.I.I.D.A.I.E. por unidad de negocio fue de M$ 18.173.208 por Ingeniería y Construcción, M$ 6.888.844 por la unidad Inmobiliaria y una pérdida de M$ 224.322 por el corporativo.

El R.A.I.I.D.A.I.E. respecto a los ingresos disminuye en 1,8 puntos porcentuales, lo que en parte se explica por un menor resultado de la operación en relación a los ingresos de actividades ordinarias (3,8% vs 4,6%) y el efecto de resultados por unidad de reajuste.

A continuación se resumen los estados de resultados de las dos unidades de negocios de SalfaCorp S.A., como un complemento a la información anterior:

***Estado de Resultados _ Unidad de Negocio Ingeniería y Construcción (*)***

| Estado de Resultados por Función IFRS 2010 | 9m-10 | 9m-09 | Variación | |
|---|---|---|---|---|
| (M$ de cada periodo) | M$ | M$ | M$ | % |
| Ingresos de actividades ordinarias | 394.063.118 | 318.320.045 | 75.743.073 | 23,8% |
| **Ganancia bruta** | **34.454.184** | **33.515.051** | **939.133** | **2,8%** |
| % ganancia bruta / ingresos de actividades ordinarias | 8,7% | 10,5% | - | -1,8% |
| Gastos de Administración y Ventas | (18.745.934) | (16.184.098) | (2.561.836) | 15,8% |
| % gastos de administración y ventas / ingresos de actividades ordinarias | 4,8% | 5,1% | - | -0,3% |
| **Resultado de la Operación** | **15.708.250** | **17.330.953** | **(1.622.703)** | **-9,4%** |
| % resultado de la operación / ingresos de actividades ordinarias | 4,0% | 5,4% | - | -1,5% |
| Resultado fuera de la Operación | (2.502.314) | 811.827 | (3.314.141) | n.m. |
| **Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora** | **10.036.293** | **15.141.200** | **(5.104.907)** | **n.m.** |
| % ganancia (pérdida) / ingresos de actividades ordinarias | 2,5% | 4,8% | - | -2,2% |
| **R.A.I.I.D.A.I.E** | **18.173.208** | **24.467.684** | **(6.294.477)** | **-25,7%** |
| % R.A.I.I.D.A.I.E / ingresos de actividades ordinarias | 4,6% | 7,7% | - | -3,1% |

***Estado de Resultados _ Unidad de Negocio Inmobiliaria (*)***

| Estado de Resultados por Función IFRS 2010 | 9m-10 | 9m-09 | Variación | |
|---|---|---|---|---|
| (M$ de cada periodo) | M$ | M$ | M$ | % |
| Ingresos de actividades ordinarias | 75.475.762 | 84.313.262 | (8.837.501) | -10,5% |
| **Ganancia bruta** | **16.380.404** | **14.241.689** | **2.138.716** | **15,0%** |
| % ganancia bruta / ingresos de actividades ordinarias | 21,7% | 16,9% | - | 4,8% |
| Gastos de Administración y Ventas | (13.484.180) | (12.633.539) | (850.642) | 6,7% |
| % gastos de administración y ventas / ingresos de actividades ordinarias | 17,9% | 15,0% | - | 2,9% |
| **Resultado de la Operación** | **2.896.224** | **1.608.150** | **1.288.074** | **80,1%** |
| % resultado de la operación / ingresos de actividades ordinarias | 3,8% | 1,9% | - | 1,9% |
| Resultado fuera de la Operación | (1.765.065) | (3.125.332) | 1.360.266 | n.m. |
| **Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora** | **134.429** | **(3.421.827)** | **3.556.256** | **n.m.** |
| % ganancia (pérdida) / ingresos de actividades ordinarias | 0,2% | -4,1% | - | 4,2% |
| **R.A.I.I.D.A.I.E** | **6.888.844** | **4.307.402** | **2.581.442** | **59,9%** |
| % R.A.I.I.D.A.I.E / ingresos de actividades ordinarias | 9,1% | 5,1% | - | 4,0% |

(*) Para efectos de presentación de los Estados Financieros de las unidades de negocio de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria, estos se encuentran netos de los ajustes por consolidación derivados de ventas entre compañías y solo representan ventas a terceros.

### *1.1.2.* Análisis del Estado de Resultados por Función Trimestrales al 30 de septiembre de 2010

| Estado de Resultados por Función IFRS 2010 | 3T-2010 | 3T-2009 | Variación | |
|---|---|---|---|---|
| (M$ de cada periodo) | M$ | M$ | M$ | % |
| Ingresos de actividades ordinarias | 167.500.138 | 149.940.824 | 17.559.314 | 11,7% |
| **Ganancia bruta** | **20.417.310** | **17.048.150** | **3.369.160** | **19,8%** |
| % ganancia bruta / ingresos de actividades ordinarias | 12,2% | 11,4% | - | 0,8% |
| Gastos de Administración y Ventas | (11.555.524) | (10.150.328) | (1.405.196) | 13,8% |
| % gastos de administración y ventas / ingresos de actividades ordinarias | 6,9% | 6,8% | - | 0,1% |
| **Resultado de la Operación** | **8.861.786** | **6.897.822** | **1.963.964** | **28,5%** |
| % resultado de la operación / ingresos de actividades ordinarias | 5,3% | 4,6% | - | 0,7% |
| Resultado fuera de la Operación | (1.644.045) | (365.907) | (1.278.138) | n.m. |
| **Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora** | **5.226.406** | **3.794.659** | **1.431.747** | **37,7%** |
| % ganancia (pérdida) / ingresos de actividades ordinarias | 3,1% | 2,5% | - | 0,6% |
| **R.A.I.I.D.A.I.E** | **10.910.800** | **9.916.088** | **994.712** | **10,0%** |
| % R.A.I.I.D.A.I.E / ingresos de actividades ordinarias | 6,5% | 6,6% | - | -0,1% |

Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** durante el tercer trimestre de 2010 alcanzaron M$ 167.500.138, los que comparados con los ingresos de igual período de 2009 (M$ 149.940.824) muestran un incremento de 11,7%, equivalente a M$ 17.559.314, lo que se explica por el incremento en los ingresos de la unidad de Ingeniería y Construcción.

La distribución de los ingresos ordinarios por unidad de negocio para el tercer trimestre de 2010 fue de 83,0% de Ingeniería y Construcción (M$ 139.105.028) y 17,0% Inmobiliario (M$ 28.395.110).

En las unidades de negocio, respecto al tercer trimestre 2009, los ingresos de la unidad de Ingeniería y Construcción aumentan en 28,4% (M$ 30.793.273), producto de los mayores ingresos en el segmento de obras civiles (M$ 20.248.149), la reactivación de los ingresos en el mercado internacional (Perú) (M$ 15.059.664) y el nuevo segmento de infraestructura a partir de inicios de este ejercicio (M$ 6.360.380). Esta variación en los ingresos se encuentra en línea con lo planificado para este período.

En tanto, los ingresos del negocio inmobiliario disminuyen en 31,8% (M$ 13.233.959), lo que se explica por una menor proporción de proyectos propios (57,8%) con respecto a los proyectos en asociación que no consolidan (42,2%) en los estados financieros de la Compañía del total de escrituración de la unidad inmobiliaria. Esto se compara con una participación de 65,0% de los proyectos propios en la escrituración total durante igual trimestre de 2009.

La **Ganancia Bruta** fue de M$ 20.417.310, la que aumentó en 19,8% equivalente a M$ 3.369.160, respecto a igual trimestre del año anterior, lo que es producto de la mayor ganancia bruta en el negocio de Ingeniería y Construcción (M$ 2.183.309) y el negocio inmobiliario (M$ 1.185.850).

La contribución a la ganancia bruta por unidad de negocio fue de 67,5% de Ingeniería y Construcción (M$ 13.783.374) y 32,5%% Inmobiliario (M$ 6.633.936).

La ganancia bruta respecto a los ingresos se incrementó en 0,8 puntos porcentuales, producto de la mejora en los márgenes del negocio inmobiliario y la venta de terrenos en comparación a igual trimestre de 2009.

Los **Gastos de Administración y Ventas**[5] alcanzaron M$ 11.555.524, exhibiendo un aumento de 13,8% (M$1.405.196) respecto de igual período del año anterior, producto de los mayores gastos de administración y ventas en la unidad ingeniería y construcción, relacionados a la mayor actividad en esta unidad de negocio y la creación de nuevos segmentos de negocio, y en la unidad inmobiliaria, producto de la reactivación de proyectos inmobiliarios. Lo anterior se encuentra en línea con lo presupuestado para el presente ejercicio.

En relación a los ingresos, los gastos de administración y ventas aumentan en 0,1 puntos porcentuales (6,9% v/s 6,8%). Cabe notar que, dentro de la estrategia actual y futura de la Compañía se encuentra internalizado bajar porcentualmente estos gastos respecto a las ventas, aspecto que incluye a las dos unidades de negocio, como al área internacional.

El **Resultado de la Operación**[6] del tercer trimestre de 2010 fue de M$ 8.861.786, con una expansión de 28,5% - equivalente a M$ 1.963.964 - respecto al mismo período del año anterior. Este diferencial es producto de la mayor ganancia bruta en ambas unidades de negocio como resultado del incremento en ventas de ingeniería y construcción y la normalización en los márgenes del negocio inmobiliario, como se explicó anteriormente.

La participación en el Resultado de la Operación de M$ 8.861.786 asciende a M$ 7.161.452 por la unidad de Ingeniería y Construcción, M$ 1.784.877en la unidad Inmobiliaria y gastos corporativos por M$ 84.543.

El **Resultado fuera de la Operación**[7] en el tercer trimestre del 2010 fue de M$ (1.644.045) que se compara con M$ (365.907) del mismo período anterior. Esta diferencia se explica por el efecto de menores utilidades provenientes de asociaciones (M$ 987.944) tanto del negocio de ingeniería y construcción así como también el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios bajo asociación con terceros.

La **Ganancia (pérdida)** de este período alcanzó M$ 5.226.405, siendo M$ 1.431.746 superior que el período anterior. Se destaca que la ganancia obtenida durante este trimestre duplica la utilidad del trimestre anterior del presente ejercicio, e incluso es superior a la obtenida durante el primer semestre lo que refleja la normalización de la actividad del sector construcción.

---

[5] **Gastos de Administración y Ventas** se define como la suma Otros ingresos, por función, Costos de distribución, Gasto de administración.
[6] **Resultado de la Operación** se define como Ganancia Bruta más Gastos de Administración y Ventas.
[7] **Resultado no Operacional** corresponde a la suma de las cuentas Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado, Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado, Otros gastos, por función, Otras ganancias (pérdidas), Ingresos financieros, Costos financieros, Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, Diferencias de cambio, Resultado por unidades de reajuste, Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable.

Este aumento se explica por el mayor Resultado de la Operación de este período en comparación al segundo trimestre de 2009, dado lo explicado recientemente.

De la ganancia del ejercicio, el aporte de la unidad de Ingeniería y Construcción fue de M$ 4.448.073, M$ 533.025 de la unidad Inmobiliaria y de M$ 245.307 correspondiente al área corporativa.

El **R.A.I.I.D.A.I.E.**[8] del tercer trimestre de 2010 fue de M$ 10.910.800, con un aumento de 10,0% respecto al del período anterior (M$ 994.712). Lo anterior se explica principalmente por un mayor Resultado de la Operación (M$ 1.963.964) durante este período en comparación al tercer trimestre de 2009.

Cabe señalar que el aporte al R.A.I.I.D.A.I.E. por unidad de negocio fue de M$ 8.189.070 por Ingeniería y Construcción, M$ 2.651.472 por la unidad Inmobiliaria y de M$ 70.261 por el corporativo.

El R.A.I.I.D.A.I.E. respecto a los ingresos aumenta en 0,1 puntos porcentuales, lo que se explica por el mayor margen del resultado de la operación en relación a las ventas (5,3% vs 4,6%).

A continuación se resumen los estados de resultados de las dos unidades de negocios de SalfaCorp S.A., como un complemento a la información anterior:

***Estado de Resultados _ Unidad de Negocio Ingeniería y Construcción***

| Estado de Resultados por Función IFRS 2010 | 3T-2010 | 3T-2009 | Variación | |
|---|---|---|---|---|
| (M$ de cada periodo) | M$ | M$ | M$ | % |
| Ingresos de actividades ordinarias | 139.105.028 | 108.311.755 | 30.793.273 | 28,4% |
| **Ganancia bruta** | **13.783.374** | **11.600.065** | **2.183.309** | **18,8%** |
| % ganancia bruta / ingresos de actividades ordinarias | 9,9% | 10,7% | - | -0,8% |
| Gastos de Administración y Ventas | (6.621.922) | (6.027.612) | (594.310) | 9,9% |
| % gastos de administración y ventas / ingresos de actividades ordinarias | 4,8% | 5,6% | - | -0,8% |
| **Resultado de la Operación** | **7.161.452** | **5.572.453** | **1.588.999** | **28,5%** |
| % resultado de la operación / ingresos de actividades ordinarias | 5,1% | 5,1% | - | 0,0% |
| Resultado fuera de la Operación | (943.397) | 567.760 | (1.511.157) | n.m. |
| **Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora** | **4.448.073** | **5.931.854** | **(1.483.781)** | **n.m.** |
| % ganancia (pérdida) / ingresos de actividades ordinarias | 3,2% | 5,5% | - | -2,3% |
| | | | | |
| **R.A.I.I.D.A.I.E** | **8.189.070** | **8.243.751** | **(54.680)** | **-0,7%** |
| % R.A.I.I.D.A.I.E / ingresos de actividades ordinarias | 5,9% | 7,6% | - | -1,7% |

[8] **R.A.I.I.D.A.I.E.** se define como Resultado antes de Impuestos, Intereses, Depreciación, Amortización e Ítemes Extraordinarios. Los intereses comprenden Costos Financieros e Interés de Construcción de proyectos inmobiliarios que se están comercializando.

### *Estado de Resultados _ Unidad de Negocio Inmobiliaria*

| Estado de Resultados por Función IFRS 2010 (M$ de cada periodo) | 3T-2010 M$ | 3T-2009 M$ | Variación M$ | Variación % |
|---|---|---|---|---|
| Ingresos de actividades ordinarias | 28.395.110 | 41.629.069 | (13.233.959) | -31,8% |
| **Ganancia bruta** | **6.633.936** | **5.448.086** | **1.185.850** | **21,8%** |
| % ganancia bruta / ingresos de actividades ordinarias | 23,4% | 13,1% | - | 10,3% |
| Gastos de Administración y Ventas | (4.849.059) | (3.923.478) | (925.581) | 23,6% |
| % gastos de administración y ventas / ingresos de actividades ordinarias | 17,1% | 9,4% | - | 7,7% |
| **Resultado de la Operación** | **1.784.877** | **1.524.607** | **260.270** | **17,1%** |
| % resultado de la operación / ingresos de actividades ordinarias | 6,3% | 3,7% | - | 2,6% |
| Resultado fuera de la Operación | (1.030.243) | (635.454) | (394.789) | n.m. |
| **Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora** | **533.025** | **(1.950.481)** | **2.483.506** | **n.m.** |
| % ganancia (pérdida) / ingresos de actividades ordinarias | 1,9% | -4,7% | - | 6,6% |
| **R.A.I.I.D.A.I.E** | **2.651.472** | **2.244.882** | **406.590** | **18,1%** |
| % R.A.I.I.D.A.I.E / ingresos de actividades ordinarias | 9,3% | 5,4% | - | 3,9% |

## *1.2 Balance General*

| Estado de Situación Financiera Clasificado 2010 IFRS M$ cada período | 9m-10 M$ | 12m-09 M$ | variación M$ | variación % |
|---|---|---|---|---|
| Activos Corrientes, Totales | 333.573.100 | 322.737.350 | 10.835.750 | 3,4% |
| Activos No Corrientes, Totales | 212.966.435 | 204.063.205 | 8.903.230 | 4,4% |
| **Activos, Totales** | **546.539.535** | **526.800.555** | **19.738.980** | **3,7%** |
| Pasivos Corrientes, Totales | 140.155.988 | 163.338.443 | (23.182.455) | -14,2% |
| Pasivos No Corrientes, Totales | 219.608.584 | 184.989.773 | 34.618.811 | 18,7% |
| Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora | 182.915.342 | 176.179.393 | 6.735.949 | 3,8% |
| Participaciones no Controladoras | 3.859.621 | 2.292.946 | 1.566.675 | 68,3% |
| **Patrimonio Neto y Pasivos, Totales** | **546.539.535** | **526.800.555** | **19.738.980** | **3,7%** |

## Activos

Los **Activos Totales** aumentan en 3,7%, equivalente a M$ 19.738.980 respecto al cierre de diciembre de 2009, lo que se explica básicamente por el incremento en los deudores comerciales e inversiones en activos fijos, ambos derivados del mayor nivel de actividad en el negocio de ingeniería y construcción.

Los *activos corrientes* se incrementan en M$ 10.835.750, lo que se explica básicamente por el mayor nivel de deudores comerciales (M$ 13.304.430), como resultado del mayor nivel de actividad en el negocio de ingeniería y construcción, lo que es compensado por una disminución de existencias (M$ 5.726.308), coherente con el plan de reducción de activos en la unidad inmobiliaria.

En tanto, en el caso de los *activos no corrientes*, el aumento de M$ 8.903.230 se explica principalmente por la adquisición de equipos y maquinarias requeridos para el desarrollo de las nuevas especialidades constructivas definidas por la unidad de Ingeniería y Construcción, la construcción de la nueva planta productiva de Revesol, a lo que se suma el incremento de la utilidad en empresas relacionadas y la inversión en el desarrollo de programas informáticos asociados a la implementación del proyecto SAP.

**Pasivos**

Los **Pasivos Totales** aumentan en 3,3% equivalente a M$ 11.436.356 en relación al cierre de diciembre de 2009, lo que obedece al mayor nivel de actividad del negocio de ingeniería y construcción.

Los *pasivos corrientes* disminuyen en M$ 23.182.455 lo que equivale a 14,2% en comparación al cuarto trimestre 2009. Lo anterior es producto de la reducción en los pasivos financieros de corto plazo asociados a la unidad de negocios inmobiliaria (M$ 19.524.564) y en menor medida, la disminución de cuentas por pagar (M$ 12.728.796). En relación al primer punto, esta operación se encuentra inserta en una estrategia de refinanciamiento de créditos de proyectos inmobiliarios por pasivos de largo plazo, lo que permitirá reducir los días de cobranza de esta unidad de negocio. Lo anterior es contrarrestado por el aumento de anticipos provenientes de clientes de la unidad de ingeniería y construcción, como consecuencia del mayor nivel de actividad en esta unidad de negocio.
En tanto, los *pasivos no corrientes* muestran un aumento de M$ 34.618.811, que se refleja en la cuenta pasivos financieros, no corrientes, (M$ 37.029.428) producto principalmente de la emisión de dos series de bonos en el mercado local por un monto total de UF 2,0 millones.

La estructura de los pasivos en relación al corto y largo plazo, indica que un 39,0% se concentra en el corto plazo, mientras el restante 61,0% en el largo plazo. En tanto, en relación a los pasivos financieros, un 21,0% corresponde a deuda financiera de corto plazo, mientras el restante 79,0% en el largo plazo. El perfil de deuda financiera al cierre de septiembre 2010 es más holgado en comparación con el cierre del ejercicio 2009. Lo anterior producto de la restructuración de pasivos financieros desde el corto plazo (vinculados a créditos de proyectos inmobiliarios) al largo plazo llevada a cabo durante el mes de septiembre de 2010, mediante la emisión de dos series de bonos por un monto total de UF 2,0 millones con plazos de 5 y 21 años.

El **Patrimonio** al cierre de septiembre de 2010 refleja un aumento de M$ 6.735.948 respecto al cuarto trimestre de 2009, lo que se explica básicamente por la utilidad del ejercicio del período.

### *1.3 Índices Financieros*

| Índices Financieros | | 9m-10 | 9m-09 |
|---|---|---|---|
| Liquidez | (veces) | 2,38 | 1,98 |
| Endeudamiento | (veces) | 1,93 | 1,95 |
| Endeudamiento Fina | (veces) | 1,36 | 1,33 |
| Rentabilidad sobre e | % | 10,02% | 4,16% |
| Rentabilidad sobre / | % | 3,35% | 1,39% |
| **% Pasivos, Corrientes, Total / Pasivos, Totales** | | **39,0%** | **46,9%** |
| **% Pasivos, no Corrientes, Total / Pasivos, Totales** | | **61,0%** | **53,1%** |

El índice de **Liquidez** al cierre de septiembre de 2010 ascendió a 2,38 veces, superior al nivel alcanzado al cierre de diciembre de 2009 (1,98 veces). Lo anterior se explica básicamente por la

disminución en los pasivos corrientes producto del refinanciamiento de pasivos financieros de corto plazo al largo plazo, tal como se explicó recientemente.

Al cierre de los primeros nueve meses de 2010, el **Endeudamiento** se ubicó en 1,93 veces, inferior a los niveles exhibidos por la Compañía al cierre del cuarto trimestre de 2009 (1,95 veces), como resultado del incremento en la base patrimonial.

La **Rentabilidad sobre el Patrimonio**[9] al cierre de septiembre de 2010 fue de 10,02%, superior en 5,87 puntos porcentuales a la rentabilidad sobre el patrimonio al cierre del cuarto trimestre de 2009. Esto es consecuencia de la utilidad obtenida durante el período (M$ 10.101.725), en comparación a una pérdida de M$ (909.732) durante los primeros nueve meses de 2009.

## 2.- ANÁLISIS DE LAS DIFERENCIAS QUE PUEDAN EXISTIR ENTRE LOS VALORES LIBRO Y VALORES ECONÓMICOS Y/O DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS.

La valorización de activos en SalfaCorp S.A. comprende distintos criterios según sea el caso:

*Existencias y Obras en Curso .* El grupo SalfaCorp S.A. valoriza sus existencias al menor valor entre su costo de adquisición y su valor neto realizable. El costo de adquisición se determina utilizando el método del precio medio ponderado (PMP). El valor neto realizable corresponde al precio de venta estimado, menos los gastos de distribución y venta, o contrato de construcción de corresponder. En aquellos casos que el valor neto realizable es menor al costo de adquisición se realizara una provisión por el diferencial del valor con cargo a resultados.

El costo de adquisición de materiales para la línea de negocio Ingeniería y Construcción, incluye el precio de compra, los aranceles de importación, transportes, almacenamiento y otros costos directamente atribuibles a la adquisición de las mercaderías, los materiales o los servicios adquiridos.

*Propiedades de inversión.* Las propiedades de inversión, que principalmente comprenden terrenos para desarrollo de futuros proyectos inmobiliarios los cuales son adquiridos a través de compra directa vía financiamiento bancario, opciones, y convenios (bodegajes). Todos ellos son valorizados al modelo del costo atribuido.

Los activos que clasificados en este rubro son sometidos anualmente a pruebas de pérdidas por deterioro de valor según lo descrito en nota 2.17.

El costo de adquisición de las obras en curso, terrenos y/o viviendas terminadas para la línea de negocio Desarrollo Inmobiliario, incluye los costos de diseño, las materias primas, la mano de obra directa, depreciación de los activos fijos industriales, otros costos directos y gastos directos relacionados (basados en una capacidad operativa normal), además de los costos por intereses en

[9] Rentabilidad sobre Patrimonio y Rentabilidad sobre Activos se estiman en base a la Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora de los últimos 12 meses al cierre de septiembre de 2010. En el caso de la Rentabilidad sobre el Patrimonio, el Patrimonio corresponde al Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora.

el caso de aquellos inventarios que cumplen con las condiciones para ser designados como activos calificables.

*Activos Fijos.* El costo incluye tanto los desembolsos directamente atribuibles a la adquisición o construcción del inmovilizado material, como también los intereses por financiamiento directa o indirectamente relacionados con ciertos activos calificados. Los desembolsos posteriores a la compra o adquisición sólo son capitalizados cuando es probable que los beneficios económicos futuros asociados a la inversión vayan a fluir al grupo SalfaCorp y los costos pueden ser medidos razonablemente. Los otros desembolsos posteriores corresponden a reparaciones o mantenciones y son registrados en el estado consolidado de resultados integrales cuando son incurridos.

La depreciación del inmovilizado material registrado como "Propiedades, planta y equipos", es calculada utilizando el método lineal. Cuando un bien está compuesto por componentes significativos, que tienen vidas útiles diferentes, cada parte se deprecia en forma separada.
Los costos por intereses incurridos para la construcción de cualquier activo calificado se capitalizan durante el período de tiempo que es necesario para completar y preparar el activo para el uso que se pretende. Otros costos por intereses se registran en el estado consolidado de resultados integrales (gastos).

*Inversiones en Empresas Relacionadas.* Para contabilizar la adquisición de sus subsidiarias o filiales la sociedad matriz utiliza el método de adquisición. De acuerdo a este método, los activos identificables adquiridos y los pasivos y contingencias identificables asumidos en una combinación de negocios se valoran inicialmente por su valor razonable en la fecha de adquisición, con independencia del alcance de los intereses minoritarios. El exceso del costo de adquisición sobre el valor razonable de la participación de la sociedad matriz en los activos netos identificables adquiridos se reconoce como plusvalía comprada. Si el costo de adquisición es menor que el valor razonable de los activos netos de la subsidiaria o filial adquirida, la diferencia se reconoce directamente en la cuenta de resultados.

## 3.- ANÁLISIS DE LAS VARIACIONES MÁS IMPORTANTES OCURRIDAS DURANTE EL PERÍODO, EN LOS MERCADOS QUE PARTICIPA, EN LA COMPETENCIA QUE ENFRENTA Y EN SU PARTICIPACIÓN RELATIVA.

### 3.1 Análisis del Entorno Económico a septiembre 2010

En el ámbito externo, se ha afianzado un panorama de moderación del crecimiento en las economías desarrolladas, que contrasta con el dinamismo de las economías emergentes. En este contexto, las tasas de interés de largo plazo muestran una reducción generalizada en las economías principales, el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales y los precios de los productos básicos han experimentado un repunte adicional en las últimas semanas. Una recuperación más lenta que lo esperado en los países desarrollados es un importante factor de riesgo para las economías emergentes.

En el ámbito local, las cifras de actividad muestran un crecimiento robusto de la economía, en efecto, el Banco Central informó que el Imacec de septiembre experimentó un incremento de 6,5% a/a, siendo los principales catalizadores de dicha expansión fueron los sectores comercio

(minorista y mayorista), transporte y comunicaciones. Considerando las cifras de Imacec reportadas a la fecha, los economistas estiman que el PIB del tercer trimestre habría crecido alrededor de un 7,1% a/a, mientras que en términos desestacionalizados habría alcanzado una expansión de 2,1% t/t. Lo anterior, es consistente con una expansión del PIB en torno a 5,5% en el 2010.

En tanto la **inflación** ha evolucionado algo por debajo de lo esperado y las expectativas inflacionarias privadas muestran una leve reducción en el horizonte de corto y mediano plazo, desde la mitad superior del rango de tolerancia hacia valores centrados en torno a 3% anual. El peso ha continuado apreciándose respecto del dólar.

El IPC del mes de octubre anotó un alza mensual de 0,1%, siendo la inflación acumulada en el año 2,8%, y en doce meses 2,0% anual. Las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 se mantienen contenidas, lo cual quedó en evidencia por medio de una caída de 0,1% mensual. Si bien la inflación ha sido menor respecto de la esperada por el mercado, el fuerte dinamismo que ha experimentado la demanda interna en lo que va del año permitiría inferir mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo.

En su reunión mensual de política monetaria (octubre 2010), el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2,75% anual.
En su comunicado, esta entidad informa que en el plano interno, las cifras de actividad muestran un crecimiento robusto de la economía, la inflación ha evolucionado algo por debajo de lo esperado y las expectativas inflacionarias privadas muestran una leve reducción en el horizonte de corto y mediano plazo, desde la mitad superior del rango de tolerancia hacia valores centrados en torno a 3% anual. El peso ha continuado apreciándose respecto del dólar. Junto con ello, indica que continuará reduciendo el estímulo monetario prevaleciente a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Con ello, reitera que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) - relacionado a la **confianza de los consumidores** - se posiciona en niveles de optimismo (sobre 50 puntos). En septiembre el índice llegó a 53,8 puntos, retomando el optimismo mostrado a comienzos de 2010 previo al terremoto de febrero. Con este resultado, se rompe una tendencia de cifras "pesimistas" que se arrastraba desde marzo pasado (46,5 puntos), mes en que las expectativas se desplomaron en forma abrupta.

Entre los factores más relevantes que explicarían los mejores resultados de septiembre, se hallan las favorables cifras de crecimiento económico (IMACEC, entre otras) y la positiva evolución de las percepciones respecto al empleo. En tanto, la consulta respecto a si es un "buen momento" para comprar vivienda llega a 34% de aprobación, incrementando seis puntos porcentuales desde agosto (28%).

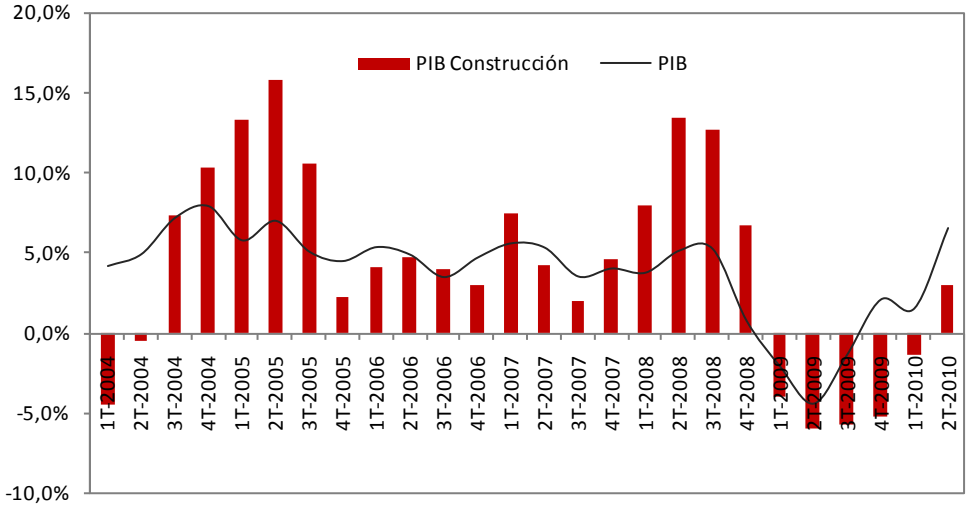
En tanto, el indicador relativo a las **expectativas del sector empresarial**, IMCE (Índice Mensual de Confianza Empresarial) alcanzó el mes de septiembre un nivel de 60,6 puntos, incrementándose 1,8 puntos respecto del mes pasado y 8,2 puntos respecto al año anterior, ubicando a las

expectativas empresariales en un nivel cada vez más optimista. Este indicador agregado se ubica por sobre el umbral neutral de 50 puntos indicando expectativas optimistas para los siguientes tres a seis meses, con más vigor que el mes anterior. Asimismo, todos los sectores (comercio, industria, minería) se encuentran en un nivel de expectativas optimista, exceptuando Construcción que se encuentra en un nivel neutral.

### 3.2 Análisis del Sector Construcción durante los primeros nueve meses de 2010.

Según las últimas cifras disponibles del PIB Construcción, durante el segundo trimestre de 2010, el sector construcción experimentó un alza de 3% anual, cifra que revierte el magro desempeño observado entre diciembre de 2008 y el primer trimestre de 2010, período en el que la crisis económica afectó significativamente la actividad sectorial. En tanto, durante el primer semestre de 2010, el sector construcción acumula una variación positiva de 0,9% respecto de igual período de 2009, cifra inferior al desempeño de la economía en su conjunto (4,1%).

**Evolución del PIB vs PIB Construcción**

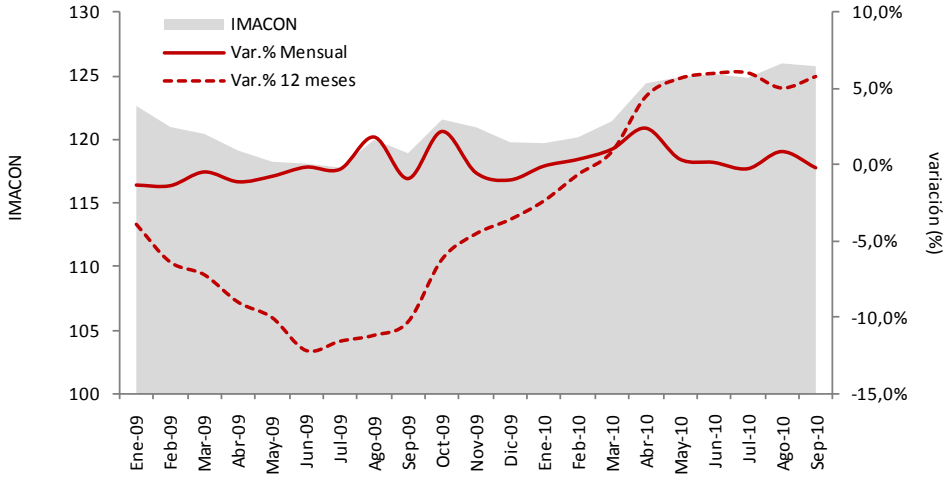



Fuente. Banco Central en base a PIB por clase de actividad económica, serie trimestral.

El **Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON)** anotó un crecimiento de 5,7% anual en septiembre de 2010, según informó la Cámara Chilena de la Construcción (CChC). De este modo, la actividad aumentó 5,7% anual durante el tercer trimestre y acumula un alza de 4,2% en el transcurso del año.

Según lo informado por la Cámara Chilena de la Construcción, considerando la cifra reportada por este indicador, si bien la inversión en construcción crecerá este año algo menos de lo que habíamos previsto originalmente, lo que ya comenzamos a observar en el mes de septiembre es un repunte de la actividad, que esperamos se mantenga durante el último trimestre de este año".

**Evolución Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) a septiembre 2010**




Fuente. Cámara Chilena de la Construcción y Elaboración Propia.

Los factores que explicaron el crecimiento del indicador durante septiembre fueron el aumento de los Permisos de Edificación, que por primera vez luego de siete meses de contracción exhibieron una cifra anual positiva (16,3%); el Empleo Sectorial, que mantuvo durante el mes una variación anual elevada (14,9%); y las Ventas de Proveedores (5,5%), que podrían estar reflejando la demanda de insumos utilizados en las terminaciones de obras.

El incremento de los Permisos de Edificación se explicaría tanto por el desarrollo de proyectos con fines no habitacionales –asociados a industria, comercio y establecimientos financieros– como por un mayor interés por construir viviendas en el Gran Santiago con una superficie de hasta 50m2 y en el segmento de 71m2 a 100m2. El aumento del empleo, por su parte, conserva el dinamismo en el margen, lo que anticipa que el actual resultado se mantendría durante los próximos meses.

En cuanto a los factores que incidieron negativamente en la cifra del IMACON destacan los Despachos de Materiales (-11,6%) y la actividad de Contratistas Generales (-4,7%).

En lo que respecta a los Despachos de Materiales, la baja se explica en una disminución del consumo interno de barras de acero, la que no pudo ser compensada por la demanda de cemento y hormigón. En cuanto a la volatilidad de los resultados de la Actividad de Contratistas Generales, las expectativas apuntan a una eventual recuperación de la variación anual del indicador debido a que las bases de comparación se tornarán menos exigentes durante los próximos meses.

**Análisis variación IMACON a septiembre 2010**

| Indicador | Var.% c/r a 12 meses Sep-09 | Var.% c/r a 12 meses Ago-10 | Var.% c/r a 12 meses Sep-10 | Var.% c/r a mes anterior Ago-10 |
|---|---|---|---|---|
| IMACON | -10,3% | 5,0% | 5,7% | -0,2% |
| **Componentes** | | | | |
| Empleo Sectorial | -10,9% | 15,1% | 14,9% | 0,4% |
| Despacho de Materiales | -12,2% | -4,9% | -11,6% | -4,0% |
| Ventas de Proveedores | -18,9% | 5,6% | 5,5% | -0,7% |
| Actividad CC.GG. | -4,0% | 6,5% | -4,7% | -10,6% |
| Permisos de Edificación | -35,2% | -23,4% | 16,3% | 11,4% |

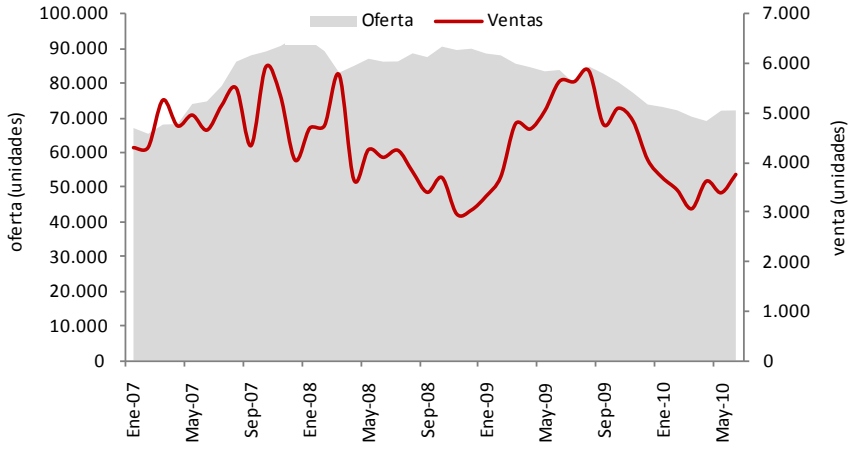
Fuente. Cámara Chilena de Construcción.

## a. Mercado Inmobiliario.

En el segundo trimestre de 2010, el mercado inmobiliario a nivel nacional reflejó una contracción de las ventas de 29,90% respecto de igual período de 2009. Esta variación se distribuye así: 36,82% de caída en la venta de departamentos y 19,33% de disminución en la venta de casas. Con ello, el stock de viviendas nacional alcanzó en mayo a 72.289 unidades disponibles para la venta, con una composición de 17,71% casas y 82,29% departamentos.

Entre los factores que explicarían el magro desempeño hasta la fecha se encuentran el cambio en la conducta de los consumidores, debido principalmente al terremoto, la lentitud en el otorgamiento de subsidios por parte del MINVU, esto nuevamente a causa del terremoto y cuya reasignación fue definida recién a fines de junio, a lo que se agrega en el último tiempo las mayores exigencias bancarias para la aprobación de créditos hipotecarios.

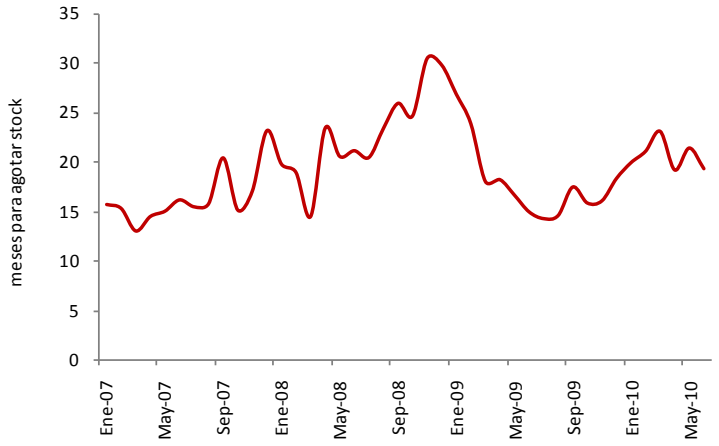
**Oferta y Venta de Viviendas**



Fuente. Cámara Chilena de Construcción.

Así, los meses para agotar stock llegaron a 19,3 a junio, identificándose un aumento en la velocidad de ventas hacia fines del trimestre, explicado por el repunte en las ventas de departamentos.

**Meses para agotar stock de viviendas**




Fuente. Cámara Chilena de Construcción.

### 3.3 Principales Competidores

SalfaCorp S.A., participa en los negocios de ingeniería y construcción y, desarrollos inmobiliarios. En el área de ingeniería y construcción, la compañía desarrolla los negocios de obras civiles, montajes y edificación, tanto a clientes internos como a terceros. En el caso de desarrollos inmobiliarios, la compañía desarrolla proyectos de casas y edificios, con una distribución geográfica que abarca desde la II Región a XIV Región, enfocada principalmente en los segmentos medios C2 y C3. En cada área de negocio, la compañía enfrenta competencia de operadores globales y locales.

En el área de Ingeniería y Construcción, mercado de Chile, entre los principales competidores se encuentran Besalco, Bravo Izquierdo, Brotec, Desco, DLP, DSD, Echeverria Izquierdo, Ferrovial, Icafal, Inarco, Ingevec, L&D, Mena y Ovalle, OHL, Sigdo Koppers, Sigro, Socovesa, Tecsa y Vial y Vives, entre otros. Se destaca que los competidores mencionados operan en los distintos negocios del área de Ingeniería y Construcción, esto es, obras civiles, montajes y edificación.

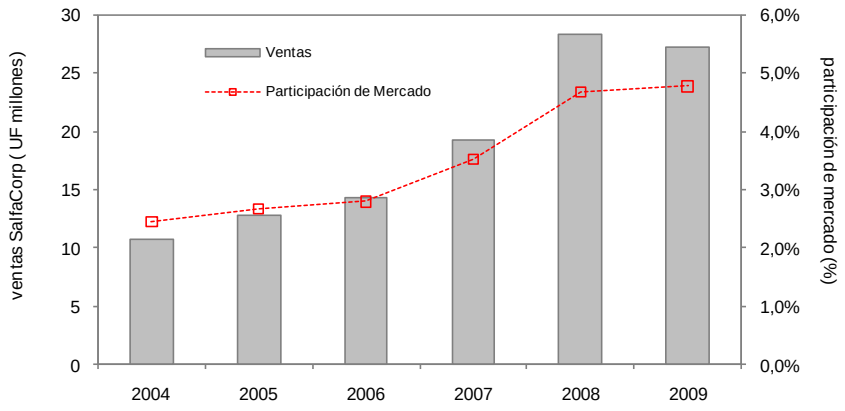
En el área Inmobiliaria, entre los principales competidores de SalfaCorp S.A. se encuentran Brotec – Icafal, Enaco, Euro, Fernandez Wood, Guzmán Larraín, Imagina, Los Silos, Manquehue, Paz,

Pocuro, PY, Simonetti y Socovesa. El análisis anterior tiene presente diversas variables, entre ellas, volumen de operación, emplazamiento geográfico de los proyectos, segmentación socioeconómica y tipo de vivienda.

### 3.4 Participación relativa de la Compañía

Según estimaciones de la compañía, en base a ventas de SalfaCorp S.A. e inversión en construcción informada por C.Ch.C., la participación de mercado[10] que la compañía mostraba a diciembre de 2009 ascendía a aproximadamente 4,8%, continuando una tendencia creciente de años previos. Esto se explicaría principalmente por el crecimiento orgánico de la compañía, a lo que se suma en 2007, la consolidación de las operaciones de Aconcagua.

**Evolución de la participación de mercado de SalfaCorp S.A.**




Fuente: Inversión en Construcción, Informe MACh 28 (C.Ch.C.) y SalfaCorp S.A.

[10] El cálculo de la participación de mercado se ha hecho sobre el total de la inversión en construcción informado para la Cámara Chilena de la Construcción. SalfaCorp S.A. no participa de todos los sectores, pero se incluyen para aislar efectos de cambios de criterios de agrupación en el tiempo, siendo la tendencia el factor relevante a medir.

**4.- DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LOS FLUJOS NETOS ORIGINADOS POR LAS ACTIVIDADES DE LA OPERACIÓN, DE INVERSIÓN Y DE FINANCIAMIENTO DEL PERÍODO CORRESPONDIENTE.**

El flujo de efectivo al cierre de septiembre de 2010 presenta una variación negativa de M$ 355.616 en el efectivo, y en el efectivo equivalente.

| Estado Consolidado de Flujo de Efectivo - Método Indirecto (M$ de cada período) | 9m-10 M$ | 9m-09 M$ |
|---|---|---|
| Flujos de Efectivo Netos de (Utilizados en) Actividades de Operación | 5.610.376 | 28.370.731 |
| Flujos de Efectivo Netos de (Utilizados en) Actividades de Inversión | (5.786.176) | (4.497.141) |
| Flujos de Efectivo Netos de (Utilizados en) Actividades de Financiación | (179.816) | (23.643.007) |
| Incremento (Decremento) Neto en Efectivo y Equivalentes al Efectivo | (355.616) | 230.583 |
| **Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Estado de Flujos de Efectivo, Saldo Inicial** | **13.220.325** | **8.010.744** |
| **Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Estado de Flujos de Efectivo, Saldo Final** | **12.864.709** | **8.241.327** |

a) Un **flujo neto positivo originado por las actividades de la operación** de M$ 5.610.376 que se explica principalmente por la utilidad del ejercicio y la eficiencia en la gestión de existencias, iniciativa enmarcada dentro de un plan de optimización en la gestión de activos.

b) Un **flujo neto negativo en actividades de financiamiento** por M$ (179.816) dado principalmente por el pago de dividendos.

c) Un **flujo neto negativo en actividades de inversión** por M$ (5.786.176) originado principalmente por inversiones en planta productiva de Revesol, la adquisición de equipos y maquinarias requeridos para el desarrollo de las nuevas especialidades constructivas definidas por la unidad de Ingeniería y Construcción, aportes a asociaciones inmobiliarias y la compra de terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios.

**5.- ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO.**

SalfaCorp S.A. es el principal grupo inmobiliario constructor que opera en Chile y uno de los actores relevantes a nivel sudamericano, enfocado principalmente a la ejecución de proyectos de ingeniería y construcción de obras civiles y edificación, de montaje industrial e infraestructura, y al desarrollo de proyectos inmobiliarios.

SalfaCorp S.A. enfrenta distintas demandas en sus productos las que van de acuerdo a las distintas especialidades que desarrolla, y también ahora a los distintos países donde opera. Estas son:

- **Obras de Montaje Industrial, Obras Marítimas y Túneles:** la demanda para esta especialidad es una demanda derivada y responde principalmente a factores como los precios de los commodities, innovaciones tecnológicas, crecimiento de infraestructura productiva (energía, puertos, recursos hídricos, minería, celulosa, etc.)

- **Obras Civiles o Arquitectura**: la demanda para esta especialidad responde principalmente a factores como expectativas de la economía, estrategias comerciales, y estructurales de servicios (educación, salud, retail, infraestructura de servicios, etc.)
- **Viviendas e Inmobiliario:** esta demanda esta asociada a percepciones de estabilidad laboral y económica. La demanda del segmento C2 a C3, segmento en el cual participa principalmente SalfaCorp S.A., es una demanda por primera vivienda con precios entre UF 900 y 4.000.- la cual tiene ciclos menos elásticos ante cambio en las variables macroeconómicas.

En ese contexto, SalfaCorp S.A. identifica como los principales factores de riesgo para el sector en que se desenvuelve:

**Riesgo de Ciclos Económicos.** Las industrias ligadas a los sectores construcción e inmobiliario son sensibles a los ciclos económicos y variables económicas tales como, tasas de interés y condiciones de financiamiento, inflación, tasa de desempleo y expectativas económicas, los que impactan de mayor o menor forma según la especialización constructiva y el segmento de precios de las viviendas en el rubro inmobiliario. SalfaCorp S.A mitiga este riesgo mediante la diversificación de sus áreas de negocio, la operación en distintos mercados geográficos y estrategias definidas en cada unidad de negocio:

- La participación en proyectos de ingeniería y construcción se desarrolla a través de sus filiales operativas y especializadas, donde sigue siendo una actividad básica la prestación de servicios de alta calidad al sector privado y público del mercado nacional e internacional. Este negocio es el núcleo central de desarrollo de la compañía, cuyo riesgo se ha controlado con la especialización por áreas de negocios, con un volumen predefinido de actividad por cada una de ellas y la diversificación a nuevos negocios dentro del ámbito de la construcción y mercados geográficos.

- El desarrollo y comercialización de proyectos inmobiliarios y prestación de servicios afines constituye una actividad clave en el desarrollo de SalfaCorp S.A., la que siendo consciente de los riesgos inherentes a este mercado los ha minimizado a través de la diversificación en los tipos de productos y zonas geográficas, con una gestión muy activa en el manejo de los inventarios y un enfoque profesionalizado del negocio a través de sus filiales, las que se han especializado principalmente en la comercialización del producto denominado primera vivienda para los segmentos medios de la población (C2 y C3), considerado menos cíclico y, por ende, de menor riesgo.

**Riesgo de Tasas de Interés.** Las tasas de interés constituyen un factor de riesgo para el sector de la construcción, afectando las decisiones de inversión de nuevos proyectos en los clientes del área de ingeniería y construcción y, en el rubro inmobiliario, el costo de financiamiento de los proyectos así como las condiciones de financiamiento de los potenciales compradores, en tanto, a nivel corporativo impacta en el costo financiero de la compañía.

Con el fin de cubrirse de las fluctuaciones que pudiesen generar impactos no deseados, la compañía mantiene la totalidad de la deuda financiera, tanto en el corto plazo como en el largo

plazo, pactada con condiciones de tasa y spreads fijos, por lo que el riesgo de tasa radica en las condiciones que se puedan obtener para su renovación al vencimiento.

**Riesgo de Tipo de Cambio y Alza de Costos de Insumos:** La industria puede verse afectada por variaciones en el tipo de cambio en el caso de contratos con obligaciones o derechos expresados en moneda extrajera, así como en el caso de alzas de costos de insumos que no puedan traspasarse a precio en contratos ya establecidos.
En el ámbito cambiario, SalfaCorp S.A. percibe principalmente ingresos en unidades de fomento y en pesos y sus insumos también están expresados en moneda nacional. En línea con este escenario, la denominación de la deuda financiera del grupo es principalmente en unidades de fomento o pesos, lo que es consistente con el perfil de ingresos y costos de la empresa. En el caso de las operaciones internacionales (Argentina y Perú), tanto los ingresos como el financiamiento se encuentran en igual moneda o con cláusulas de cobertura por posibles variaciones de tipo de cambio.

En aquellos casos en que se prevé un riesgo cambiario, la compañía tiene como política (i) realizar coberturas de monedas a través de derivados financieros y, (ii) cubrir los descalces relevantes de monedas que se generan en sus contratos en el minuto de la adjudicación de estos.

En el caso de los insumos, alzas en el costo de materiales de construcción, entre ellos, acero, hormigón, mano de obra, entre otros, pueden afectar los resultados de los proyectos y por ende, la compañía. Con el fin de minimizar este impacto, SalfaCorp S.A. tiene como estrategia fijar el precio de los principales insumos de cada oferta en el mismo instante en que se formaliza la oferta a nuestros clientes, mientras en el rubro inmobiliario, los precios de venta de las viviendas generalmente están indexadas a la unidad de fomento, lo que está en línea con el alza en los precios de los insumos.

**Riesgo Político y Regulatorio.** Cambios en las condiciones políticas, regulatorias o económicas de los países, pueden afectar negativamente los resultados de la compañía.

En el negocio de ingeniería y construcción, modificaciones o anuncios de cambio en regulaciones pueden llevar a que algunos sectores económicos - que sean clientes importantes de la industria - posterguen sus inversiones, perjudicando de esta forma los resultados de la compañía.

En el ámbito inmobiliario, los planes reguladores afectan el desempeño del sector incidiendo directamente en la edificación habitacional y comercial. Es así como una de las variables claves a considerar en el negocio inmobiliario son los terrenos donde se van a llevar a cabo los proyectos; por lo tanto, los cambios en los planes reguladores pueden afectar la inversión y por lo mismo constituir un riesgo a tener presente por los operadores inmobiliarios. Cambios en las políticas y estrategias gubernamentales, ajustes a los programas y presupuestos de fomento de la vivienda, utilización por parte de las autoridades de nuevas disposiciones relacionadas con el desarrollo o promoción del sector vivienda y, cambios en las políticas tributarias relacionadas con las viviendas podrían afectar la operación de la compañía o las compradores finales de éstas.

Estas variables se perciben estables para el mercado en general producto de que hay coherencia en las políticas públicas en el largo plazo.

**Riesgo de Competencia.** Los negocios de ingeniería y construcción y, desarrollos inmobiliarios en Chile son altamente fragmentados y en la actualidad existe un gran número de operadores, tanto globales como locales. En este escenario, SalfaCorp S.A. enfrenta una fuerte competencia en todas sus áreas de negocio, sin embargo la compañía estima que posee una sólida posición en los mercados en los que participa, gracias al volumen de operación que mantiene y las economías de escala que ha alcanzado, la diversificación geográfica tanto en Chile como en algunos países de América Latina, política de control de terrenos estratégicos a nivel nacional, complementariedad entre los negocios de ingeniería y construcción e inmobiliario, todo lo cual le permite mantener operaciones rentables y diversificadas, y un crecimiento sostenido en el tiempo. En el futuro, la compañía no puede asegurar que estas condiciones no cambien por la entrada de nuevos participantes o la intensificación de la competencia en los mercados en que participa.

**Riesgos asociados a Siniestros y Desarrollo de Contratos.** Con respecto al riesgo asociado a potenciales siniestros, SalfaCorp S.A. mantiene pólizas de seguros para todos sus activos muebles e inmuebles y para aquellos por los cuales mantiene contratos de arrendamiento, con el fin de evitar su ocurrencia, minimizando los efectos potenciales adversos y/o cubriendo las eventuales pérdidas que se ocasionen. Estas pólizas cubren todo riesgo físico, perjuicios por paralización, responsabilidad civil, manipulación de carga y descarga, entre otros. Adicionalmente, la empresa mantiene cubiertos los riesgos externos y asociados al desarrollo de sus contratos con pólizas de todo riesgo construcción.

**Riesgo de Abastecimiento de Insumos y Contraparte**. SalfaCorp S.A. mantiene un abastecimiento ampliamente diversificado con múltiples proveedores tanto en Chile como en el extranjero, acotando el riesgo implícito en el abastecimiento de materias primas. Asimismo, desde el año 2006, la compañía cuenta con una oficina comercial en China para la búsqueda de abastecimiento de insumos de la construcción desde Asia, negociando a nivel corporativo.

SalfaCorp S.A. mantiene una amplia y variada cartera de clientes, con un nivel de endeudamiento acotado en cada uno de ellos y además, posee una cartera atomizada de contratos, disminuyendo su dependencia de un cliente en particular.

## 6.- PERSPECTIVAS PARA EL SECTOR CONSTRUCCIÓN DURANTE EL AÑO 2010.

### 6.1 Proyecciones para la Inversión en Construcción, según Cámara Chilena de la Construcción

Según estimaciones de la Cámara Chilena de la Construcción, la inversión en construcción crecería 6,9% en 2010e, crecimiento que estará fuertemente influenciado por la inversión en infraestructura productiva, proveniente tanto de empresas públicas como del sector privado, como también el segmento de concesiones.

Adicional al caso base estimado por esta entidad, existen dos escenarios alternativos: optimista y pesimista, los que tienen su origen en la incertidumbre existente respecto a factores de carácter macroeconómico, a la capacidad gestora del sector público para el cumplimiento de su meta fiscal (subsidios habitacionales) y la finalización de obras de infraestructura concesionadas.

En términos desagregados, el escenario base propuesto considera la reactivación de la inversión en infraestructura (+9,7%), lo que se asocia a bases de comparación poco exigentes durante 2009 y, el incremento esperado en la inversión de empresas productivas privadas y concesiones.

**Estimación de Inversión en Construcción Desagregada, según Cámara Chilena de la Construcción**

| Sector | UF millones | | | | | Var. % | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2008 | 2009 | 2010e | | | 10e / '09 | | |
| | | | pesimista | base | optimista | pesimista | base | optimista |
| **Vivienda** | 188,2 | 159,6 | 149,9 | 159,2 | 169,0 | -6,1% | -0,3% | 5,9% |
| **Pública** | 29,2 | 38,7 | 34,6 | 34,6 | 44,4 | -10,6% | -10,6% | 14,7% |
| **Privada** | 159,0 | 120,9 | 115,3 | 124,6 | 124,6 | -4,7% | 3,1% | 3,1% |
| Copago Prog. Sociales | 8,7 | 16,9 | 23,7 | 23,7 | 23,7 | 40,4% | 40,4% | 40,4% |
| Inmob. sin Subsidios | 150,3 | 104,0 | 91,6 | 100,9 | 100,9 | -12,0% | -3,0% | -3,0% |
| **Infraestructura** | 407,7 | 400,1 | 438,9 | 438,9 | 438,9 | 9,7% | 9,7% | 9,7% |
| **Pública** | 117,7 | 123,6 | 122,0 | 122,0 | 122,0 | -1,3% | -1,3% | -1,3% |
| Pública | 97,4 | 98,4 | 94,8 | 94,8 | 94,8 | -3,6% | -3,6% | -3,6% |
| Empresas Autónomas | 13,2 | 19,4 | 13,9 | 13,9 | 13,9 | -28,1% | -28,1% | -28,1% |
| Concesiones OO.PP. | 7,2 | 5,8 | 13,3 | 13,3 | 13,3 | 128,3% | 128,3% | 128,3% |
| **Productiva** | 290,0 | 276,5 | 316,8 | 316,8 | 316,8 | 14,6% | 14,6% | 14,6% |
| Empresas Públicas | 14,7 | 11,6 | 13,9 | 13,9 | 13,9 | 19,9% | 19,9% | 19,9% |
| Privadas | 275,2 | 264,9 | 302,9 | 302,9 | 302,9 | 14,4% | 14,4% | 14,4% |
| **Inversión en Construcción** | 595,9 | 559,7 | 588,7 | 598,1 | 607,9 | 5,2% | 6,9% | 8,6% |

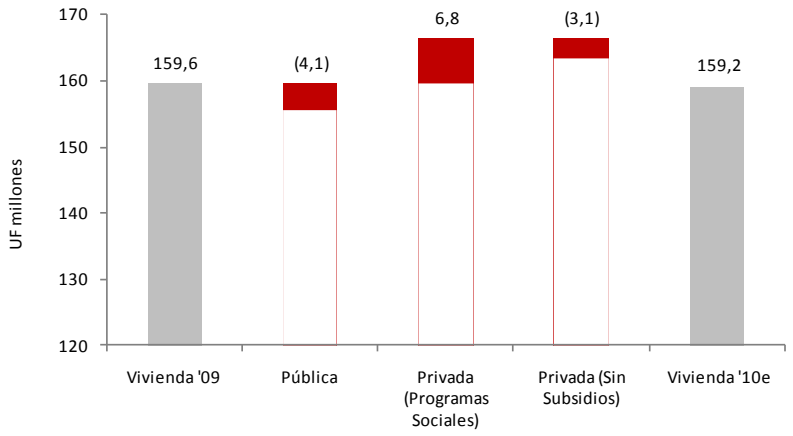
Fuente: Inversión en Construcción, C.Ch.C.

En relación a cada segmento en el área de vivienda e infraestructura, se destaca:

i. ***Vivienda.*** La menor inversión estimada en vivienda pública y vivienda privada (sin subsidio), explican la contracción de 0,3% anual en la inversión total en vivienda. En el primer caso, está latente la capacidad de cumplimiento de entrega total de subsidios, lo que representa una variación anual de -10,6% en 2010. Por su parte, la inversión en vivienda privada (sin subsidio) caería cerca de 3% en doce meses, coherente con el ajuste observado en el

mercado a partir de 2009, la abrupta caída en los permisos de edificación y el efecto post terremoto.

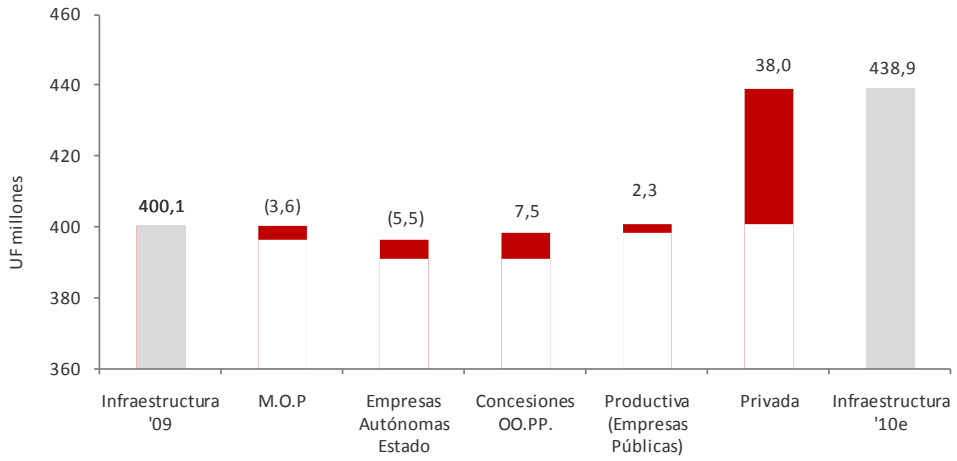
**Diferencial de Inversión en Vivienda entre 2009 y 2010e**




Fuente. Cámara Chilena de la Construcción.

ii. ***Infraestructura.*** La expansión de los componentes infraestructura productiva y concesiones de obras públicas, basadas en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) explican favorablemente al incremento de 9,7% de la inversión total en infraestructura de 2010 respecto de 2009.

**Diferencial de Inversión en Infraestructura entre 2009 y 2010e**




Fuente. Cámara Chilena de la Construcción.

## 6.2 Proyecciones para los mercados en que participa SalfaCorp S.A..

SalfaCorp S.A. mantiene una posición activa en los segmentos de infraestructura productiva privada y el mercado de viviendas privada sin subsidio. En este contexto, se describen las proyecciones elaboradas por la Cámara Chilena de la Construcción.

### a) Infraestructura Productiva Privada

Se estima una expansión en la inversión productiva privada (+14,4% '10e/'09), que se fundamenta en la materialización de la cartera de inversión calendarizada en el catastro de proyectos de la CBC a junio 2010.

Según esta entidad, la inversión total esperada para el quinquenio asciende a US$ 72.000 millones, lo cual representa un incremento de 7,0% respecto de la última información disponible. Por su parte, el gasto en construcción estimado para este año alcanza a US$ 5.490 millones, cifra superior en 14% respecto del total de 2009, mientras el gasto para 2011 se calcula en US$ 7.744 millones, 41% superior a lo previsto para este año.

Al igual que lo observado en otras oportunidades, el dinamismo de la inversión continúa centrado en las iniciativas de inversión de los sectores energía y minería, que representan en conjunto el 87% de la inversión total para el quinquenio y el 70% del gasto en construcción de 2010. Esta situación se seguirá observando en 2011 y en los años siguientes

La visión general y los principales proyectos - desde el punto de vista de gasto en construcción 2010e - para cada uno de los sectores, se exponen a continuación:

**Gasto en Construcción, Resumen por Sector Económico, Mach 30 (C.Ch.C.)**

| Sector | n° de proyectos | inversión total (MM US$) | inversión 2010 - 2014 (MM US$) | gasto en construcción (MM US$) 2010e | 2011e | 2012e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| minería | 78 | 40.223 | 31.458 | 2.686 | 3.816 | 4.759 |
| forestal | 5 | 630 | 550 | 79 | 111 | 11 |
| industrial | 36 | 2.468 | 1.601 | 247 | 131 | 100 |
| energía | 124 | 43.895 | 31.133 | 1.150 | 1.911 | 2.492 |
| puertos | 18 | 1.758 | 1.571 | 162 | 509 | 522 |
| inmob. no habitacional | 37 | 6.580 | 2.704 | 754 | 718 | 391 |
| infraest. prod. pública | 20 | 3.242 | 2.503 | 337 | 477 | 427 |
| otros | 2 | 1.988 | 714 | 74 | 70 | 55 |
| **Total** | **320** | **100.784** | **72.234** | **5.489** | **7.743** | **8.757** |

Fuente: Inversión en Construcción, Informe MACh 30 (C.Ch.C.), en base a Catastro C.B.C.

***Minería*** Se prevé para el presente año un incremento en la inversión para los próximos cinco años, con el ingreso de US$ 2.900 millones en nuevos proyectos. Asimismo, la estimación del gasto en construcción alcanza a US$ 2.690 millones para 2010. Este gasto continúa siendo liderado por proyectos de minería privada, cuyo monto se espera será superior en 47% al gasto efectivo de 2009, alcanzando a US$ 2.176 millones.

***Energía*** Se espera que este sector continúe su dinamismo, con una inversión estimada para el quinquenio de US$ 31.130 millones. Sin embargo, el gasto en construcción alcanzará a US$ 1.150 millones como consecuencia de la postergación del inicio de algunos proyectos para 2011 que estaban programados para el presente año, por ejemplo las centrales Alfalfal II, Las Lajas y Cochrane y el parque eólico Punta Colorada.

***Forestal - Industrial*** La inversión estimada para el quinquenio alcanza a US$ 2.150 millones, liderada por el subsector industrial. El gasto en construcción previsto para este año es de US$ 326 millones, cifra 45% superior respecto de 2009, de los cuales US$ 247 millones corresponden al subsector industrial y US$ 79 millones al subsector forestal. Según lo informado por la C.Ch.C. en este trimestre se incorporó el proyecto Planta de Paneles MDP Teno de la empresa Paneles Arauco S.A., con una inversión asociada de US$ 110 millones.

***Inmobiliario No Habitacional*** La inversión estimada para el quinquenio alcanza a US$ 2.704 millones y el gasto en construcción estimado para 2010 es de US$ 754 millones (igual a lo destinado durante el año anterior), sustentándose principalmente en obras de infraestructura. Analizando los subsectores, la actividad derivada de la infraestructura para oficinas tendrá un gasto en construcción de US$ 274 millones, 25% más que en 2009, mientras que en el subsector comercio se espera que alcance un flujo de US$ 312 millones, 19% superior al del año pasado.

## b) Mercado Inmobiliario

Según las proyecciones de la Cámara Chilena de la Construcción, el sector vivienda privada sin subsidio mostraría una contracción de 3,0% en comparación a 2009.

En el Gran Santiago, la Cámara Chilena de la Construcción, proyecta que las ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago caerán 11,8% en 2010, totalizando algo menos de 24.000 unidades vendidas en el año. El resultado dependerá principalmente del timing de la política de vivienda durante el segundo semestre y de las políticas de ventas que estimamos aplicará la industria en este período.

Entre los factores que explican el menor dinamismo de la industria se encuentran el impacto transitorio del terremoto, que derivó en varios temas, entre ellos, *discusión normativa* tanto en el nivel técnico como en el financiero en materia de vivienda, lo cual se traduciría en un mercado más restrictivo, un cambio transitorio en las *preferencias de los consumidores*, desplazando la demanda de departamentos hacia casas, lo cual también afectó el proceso de compra de los agentes debido a la incorporación de mayor información y análisis; y, por último, el adelantamiento de ventas efectuado en 2009 inducido por ofertas inmobiliarias en un ambiente recesivo.