ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

El presente informe ha sido preparado para el período terminado al 30 de septiembre de 2014, de acuerdo con la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

SalfaCorp S.A. reporta sus estados financieros bajo las Normas Internacionales de Información Financiera ("International Financial Reporting Standards, IFRS").

I. Análisis SalfaCorp S.A.

a. RESUMEN EJECUTIVO

- Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** a septiembre de 2014 alcanzaron **MM$ 636.517**, una disminución de **MM$ 91.658** (-12,6%) respecto de septiembre 2013. Del total de ingresos Salfa Ingeniería y Construcción S.A. ("**ICSA**") contribuyó con MM$ 482.063 (-9,5%) y Aconcagua S.A. ("**Aconcagua**") con MM$ 156.765 (-23,4%). La disminución de ingresos se explica principalmente por la reducción de líneas de negocio de menor margen.
- La **Ganancia Bruta** fue MM$ 60.775, una disminución de MM$ 10.906 (-15,2%), respecto al año anterior. El margen bruto a septiembre 2014 alcanzó 9,5%, similar a septiembre 2013.
- Los **Gastos de Administración y Ventas** alcanzaron MM$ 38.527, una disminución de MM$ 4.670 respecto de septiembre 2013, en línea con el permanente esfuerzo de la Compañía por bajar estos gastos.
- La **Ganancia Operacional** fue de MM$ 22.849, menor en MM$ 6.719 respecto del 2013.
- **Pérdida de Actividades No Operacionales** fue de MM$ (11.542), similar al año 2013. Sin embargo la composición de este resultado es diferente al del 2013, con un mayor gasto por Unidades de Reajuste y Diferencias de cambio por MM$ 4.283 entre ambos periodos dado el mayor IPC y variación del tipo de cambio; al mismo tiempo la carga por Gastos Financieros Netos disminuyó en MM$ 3.317; adicionalmente el resultado en Asociadas fue mejor en MM$ 1.485.
- La **Ganancia Total del período** a septiembre 2014 alcanzó **MM$ 10.191**, una reducción de **MM$ 3.713** comparado al 2013. Esta variación se explica principalmente por el impacto del mayor IPC reflejado en el mayor gasto por Unidades de Reajustes por MM$ 6.070.
- La **Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora** fue **MM$ 9.354,** menor en MM$ 1.183 respecto de 2013 y muy influenciada por el mayor impacto de los MM$ 6.070 por la unidad de reajuste en relación al año 2013.
- El **EBITDA**[1] a septiembre 2014 fue de **MM$ 37.538**, una reducción de MM$ 5.001 respecto del año anterior.
- El **Saldo de Obras por Ejecutar (Backlog) combinado** en ICSA a septiembre 2014 fue **MM$ 419.739**, donde 33% corresponde a las líneas de Montajes (MM$ 137.575) y el 34% a ingresos recurrentes asociados a Servicios a la Minería (MM$ 141.468).
- Las **escrituras de compraventa combinadas**[2] del negocio de viviendas de Aconcagua, ascendieron a **UF 6,2 millones**, en línea con lo presupuestado por la Compañía a esta fecha. Esperamos al cierre de año una escrituración del orden de los **UF 10,7 a 11,2 millones**, semejante a lo escriturado el año 2013.
- El ***backlog combinado total*** de promesas escriturables al cierre de septiembre 2014 fue **UF 10,9 millones**, de los cuales aproximadamente **UF 4,5 a 5,0 millones** formarían parte de la escrituración del año 2014.

[1] Incluye resultado de participación en asociadas y negocios conjuntos
[2] Incluye escrituras en Chile y en el extranjero, de sociedades que consolidan y no consolidan.

b. HECHOS DESTACADOS

Proyecto Inmobiliarios en Miami

Durante el tercer trimestre de 2014, la Unidad de Negocios Aconcagua vendió su participación en los proyectos inmobiliarios que estaba desarrollando en Miami junto con terceros. Esta decisión descansa en el debido análisis tras 3 años de operación en Miami, donde luego de generar valor debido a la oportuna adquisición de terrenos en este Estado, hoy vemos la Industria Inmobiliaria en EEUU USA normalizada. En consecuencia y en base a este análisis, hemos concluido que a largo plazo no tendríamos ventajas competitivas en este país. Esto nos llevó a la decisión de focalizar nuestros negocios inmobiliarios en Chile, y al mismo tiempo disminuir una posición sobre proyectos más demandantes en capital propio.

El efecto de esta decisión le significó a Aconcagua una utilidad bruta de MM$1.640 a septiembre 2014 (registrada en Participación en Asociadas); más una entrada de efectivo por el equivalente a MUSD16.000, la cual ingresó hacia fines de Octubre 2014.

Impacto de Aplicación de Reforma Tributaria

Con fecha 29 de Septiembre de 2014, se publicó en Chile la Ley No. 20.780, denominada Reforma Tributaria que introduce modificaciones, entre otros, al sistema de impuesto a la renta. La referida Ley establece que a las sociedades anónimas se les aplicará por defecto el "Régimen Parcialmente Integrado", a menos que una futura Junta Extraordinaria de Accionistas acuerde optar por el "Régimen de Renta Atribuida".

De acuerdo a la Ley se establece para el "Régimen Parcialmente Integrado" un aumento gradual de la tasa del Impuesto a la Renta de Primera Categoría pasando de un 20% a un 21% para el año comercial 2014, 22,5% para el año comercial 2015, a un 24% para el año comercial 2016, a un 25,5% para el año comercial 2017 y a un 27% a contar del año comercial 2018.

La diferencia entre activos y pasivos por concepto de impuestos diferidos que se producen como efecto directo del incremento en la tasa de Impuesto de Primera Categoría introducido en la Ley 20.780 y de acuerdo Oficio Circular N° 856 de la SVS, se han contabilizado en Patrimonio, con cargo a Resultados Acumulados (ver Nota 26.5). Como consecuencia, la aplicación de esta Ley, originó un aumento en los activos diferidos por M$ 3.104.633 y un aumento en los pasivos diferidos por M$ 4.434.370. Considerando la posición de activos y pasivos por impuestos diferidos en el balance, el aumento de tasas de impuesto para el 2014 y los años posteriores no tuvo un efecto significativo en el Patrimonio de la compañía.

En el período terminado al 30 de septiembre de 2014, se procedió a calcular y contabilizar la renta líquida imponible con una tasa del 21% para el ejercicio comercial 2014, en base a lo dispuesto por la Ley No. 20.780, publicada en el Diario Oficial con fecha 29 de septiembre de 2014.

El cargo a resultado por impuesto a las ganancias asciende a M$ 1.116.631 para el periodo de nueve meses terminado al 30 de septiembre de 2014 (cargo de M$ 3.789.853 para el mismo periodo 2013).

Refinanciamientos - Crédito Sindicado y Emisión de Bonos

En el Análisis Razonado a junio 2014 se informó como hecho posterior al cierre de los Estados Financieros, que la compañía finalizó el proceso de estructuración de un financiamiento local por un total de UF 1.550.000. Durante el mes de septiembre se realizó el primer desembolso por un monto equivalente a UF 550.000, que se utilizó para refinanciar vencimientos de obligaciones financieras del 2014.

El contrato del Crédito Sindicado contempla un segundo desembolso, a partir de septiembre de 2015, por un monto equivalente a UF 1.000.000, para refinanciar el vencimiento del Bono Serie F por UF 1.000.000.

Las condiciones resumidas de dicho crédito son las siguientes:

- Vencimiento en septiembre de 2019
    - 10 amortizaciones semestrales (marzo y septiembre) para el caso del primer desembolso
    - 8 amortizaciones semestrales (marzo y septiembre) para el caso del segundo desembolso.
- Sin garantías reales
- Covenants principales:
    - Cobertura de gastos financieros netos
    - Leverage Neto Total
    - Patrimonio Mínimo, que excluye en su cálculo las eventuales Pérdidas de un ejercicio, en caso que estas sean generadas por la operación habitual del negocio.

Cabe recordar que el objetivo de estos refinanciamientos es distribuir los vencimientos de la deuda estructurada, que se encontraban concentrados en el 2014 y 2015.

c. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

Los estados financieros de SalfaCorp S.A. a septiembre de 2014 consolidan dos Unidades de Negocios (o Segmentos de Operación) – **ICSA** y **ACONCAGUA**, los cuales además contabilizan mediante el método de la participación, varias sociedades coligadas, tanto en Chile como en el extranjero.

Los estados financieros a septiembre de 2014 y 2013 están presentados bajo la misma base de comparación.

i. ESTADO DE RESULTADO POR FUNCIÓN DE SALFACORP S.A. ACUMULADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

(MM$ de cada periodo)	sep-14	sep-13	Variación MM$	Variación %
Ingresos de actividades ordinarias	636.517	728.175	(91.658)	-12,6%
Ganancia bruta	**60.775**	**71.681**	**(10.906)**	**-15,2%**
% de los ingresos	9,5%	9,8%		
Otros ingresos	602	1.085	(482)	-44,5%
Gastos de administración y ventas (1)	(38.527)	(43.197)	4.670	-10,8%
% de los ingresos	-6,1%	-5,9%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades Operacionales	**22.849**	**29.568**	**(6.719)**	**-22,7%**
% de los ingresos	3,6%	4,1%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades No Operacionales (2):	**(11.542)**	**(11.874)**	**332**	**-2,8%**
Otras (pérdidas) ganancias	(291)	(104)	(187)	179,0%
Costos Financieros netos de Ingresos Financieros	(7.342)	(10.659)	3.317	-31,1%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	2.764	1.278	1.485	116,2%
Diferencias de cambio	1.749	(37)	1.786	-4848,8%
Resultados por unidades de reajuste	(8.422)	(2.352)	(6.070)	258,1%
Gasto por impuestos a las ganancias	**(1.117)**	**(3.790)**	**2.673**	**-70,5%**
Ganancia Total del período	**10.191**	**13.904**	**(3.713)**	**-26,7%**
% de los ingresos	1,6%	1,9%		
Ganancia (pérdida), atribuible a Participaciones No Controladoras	837	3.368	(2.530)	-75,1%
Ganancia (pérdida), atribuible a los Propietarios de la Controladora	**9.354**	**10.537**	**(1.183)**	**-11,2%**
% de los ingresos	1,5%	1,4%		
EBITDA (3)	**37.538**	**42.539**	**(5.001)**	**-11,8%**
% de los ingresos	5,9%	5,8%		

[1] **Gastos de Administración y Ventas** se define como la suma de las cuentas Costos de distribución, Gastos de administración y Otros gastos, por función.

[2] **Ganancias (pérdidas) de actividades no operacionales** se define como la suma de las cuentas Ganancias (pérdidas) que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado, 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, Otras (Pérdidas) Ganancias.

[3] **EBITDA** se define como la suma de las cuentas Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales, Ajustes por gastos de depreciación y amortización y Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.

Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** alcanzaron MM$ 636.517, una disminución de MM$ 91.658 (-12,6%) respecto del 2013; ICSA disminuyó sus ingresos en MM$ 50.639 (-9,5%) y Aconcagua en MM$ 47.845 (-23,4%). Al cierre de septiembre de 2014, ambas unidades de negocio presentaron una base de ingresos distinta a la de 2013, como consecuencia de la estrategia que ha desarrollado la compañía.

La **Ganancia Bruta** fue MM$ 60.775, una reducción de MM$ 10.906 (-15,2%), respecto al año anterior, en parte explicado por el menor ingreso a la fecha de Aconcagua, y adicionalmente por la disminución del margen de Aconcagua desde 13,5% a 10,8%. La baja del margen de Aconcagua se explica principalmente por el bajo desempeño de su línea de edificación. ICSA por su parte aumentó su margen de un 8,4% a un 9,1%.

Los **Gastos de Administración y Ventas** alcanzaron MM$ 38.527, MM$ 4.670 menos respecto del año 2013.

Como consecuencia de lo anterior, al cierre de septiembre 2014, la **Ganancia de Actividades Operacionales** alcanzó MM$ 22.828, representando un 3,6% de los ingresos.

La **Pérdida de Actividades No Operacionales** fue similar a la del año anterior, no obstante con variaciones en las distintas cuentas que componen esta partida: (i) la diferencia de MM$ 6.070 en la partida Resultado de Unidad de Reajuste, dada la gran diferencia entre el IPC del 2014 comparado con la del año 2013, (ii) un mayor resultado por Diferencias de Cambio por MM$ 1.786, producto de la variación del tipo de cambio, (iii) una disminución en los Costos Financieros Netos en MM$ 3.317, debido a la reducción de deuda de *cashflow*, (iv) una mayor ganancia en Participación en Asociadas y Negocios conjuntos por MM$ 1.485, proveniente de la mayor utilidad por asociaciones y la utilidad por la venta de proyectos en Miami, y el mal resultado en Consorcio Hospital de Talca.

La **Ganancia Total del Período** fue de MM$ 10.191, una disminución de MM$ 3.713 respecto a septiembre 2013.

La **Ganancia Atribuible a los Propietarios de la Controladora** fue de MM$ 9.354, una reducción de MM$ 1.183 respecto al año anterior. Esta disminución se debe en gran medida a la diferencia en unidad de reajuste por MM$ 6.070.

El **EBITDA** fue MM$ 37.538, una baja de MM$ 5.001 respecto al año anterior.

ii. BALANCE GENERAL DE SALFACORP S.A. AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

MM$ cada período	sep-14	dic-13	Variación	
			MM$	%
Activos Corrientes, Totales	**572.378**	**595.825**	**(23.447)**	**-3,9%**
Efectivo y equivalentes al efectivo	29.983	30.473	(490)	-1,6%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	188.098	221.634	(33.536)	-15,1%
Deudores comerciales Aconcagua	46.646	47.536	(890)	-1,9%
Deudores comerciales ICSA	141.422	174.097	(32.676)	-18,8%
Deudores comerciales SalfaCorp	30	-	30	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	39.165	52.876	(13.711)	-25,9%
Inventarios	285.994	261.502	24.493	9,4%
Materia prima	13.013	13.442	(429)	-3,2%
Viviendas terminadas	46.961	54.667	(7.706)	-14,1%
Viviendas en construccion	198.954	167.157	31.797	19,0%
Macrolotes Urbanizados	27.066	26.236	831	3,2%
Otros	29.138	29.341	(204)	-0,7%
Activos No Corrientes, Totales	**415.520**	**397.552**	**17.969**	**4,5%**
Inventarios no corrientes (terrenos)	71.505	59.959	11.545	19,3%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	22.367	21.312	1.055	5,0%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	41.759	50.314	(8.555)	-17,0%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	68.567	69.133	(566)	-0,8%
Plusvalía	24.281	24.086	195	0,8%
Propiedades, planta y equipo	64.881	73.202	(8.321)	-11,4%
Propiedad de inversión	57.560	51.172	6.388	12,5%
Activos por impuestos no corrientes	6.757	6.508	249	3,8%
Activos por impuestos diferidos	47.774	35.058	12.717	36,3%
Otros	10.069	6.808	3.261	47,9%
Activos, Totales	**987.898**	**993.377**	**(5.479)**	**-0,6%**
Pasivos Corrientes, Totales	**399.779**	**418.859**	**(19.080)**	**-4,6%**
Otros pasivos financieros	245.556	226.159	19.397	**8,6%**
Créditos Construcción Aconcagua	136.843	122.790	14.054	11,4%
Creditos Capital de Trabajo ICSA	31.901	23.599	8.303	35,2%
Creditos Capital de Trabajo Aconcagua	28.775	21.267	7.508	35,3%
Creditos Estructurados Aconcagua	20.775	13.380	7.395	55,3%
Créditos Estructurados ICSA	6.359	8.795	(2.436)	-27,7%
Créditos Estructurados SalfaCorp	6.659	-	6.659	-
Bonos	4.123	26.488	(22.365)	-84,4%
Arriendo Financiero ICSA	8.784	9.012	(228)	-2,5%
Arriendo Financiero Aconcagua	79	-	79	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	1.258	829	430	51,9%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	117.911	145.003	(27.092)	-18,7%
Pasivos por impuestos corrientes	12.063	19.426	(7.363)	-37,9%
Otros pasivos no financieros	16.925	23.761	(6.836)	-28,8%
Otros	7.325	4.511	2.813	62,4%
Pasivos No Corrientes, Totales	**253.642**	**241.242**	**12.400**	**5,1%**
Otros pasivos financieros	213.504	196.711	16.793	**8,5%**
Creditos Estructurados Aconcagua	12.985	56.942	(43.957)	-77,2%
Creditos Estructurados ICSA	9.221	14.825	(5.604)	-37,8%
Créditos Estructurados SalfaCorp	37.251	-	37.251	-
Bonos	85.415	61.545	23.870	38,8%
Arriendo Financiero ICSA	14.734	19.794	(5.059)	-25,6%
Arriendo Financiero Aconcagua	243	-	-	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	53.656	43.606	10.050	23,0%
Otras cuentas por pagar	353	337	16	4,7%
Pasivo por impuestos diferidos	25.315	19.855	5.459	27,5%
Otros	14.470	24.339	(9.869)	-40,5%
Pasivos, Totales	**653.421**	**660.101**	**(6.680)**	**-1,0%**
Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora	**312.695**	**306.701**	**5.995**	**2,0%**
Participaciones no Controladoras	**21.782**	**26.575**	**(4.793)**	**-18,0%**
Total Patrimonio Neto	**334.477**	**333.275**	**1.202**	**0,4%**
Patrimonio Neto y Pasivos, Totales	**987.898**	**993.377**	**(5.479)**	**-0,6%**
Deuda Financiera	**459.061**	**422.870**	**36.191**	**8,6%**
Deuda Financiera Neta	**429.078**	**392.397**	**36.681**	**9,3%**
Leverage Financiero Neto	**1,28**	**1,18**		
Leverage Total	**1,95**	**1,98**		

Activos

Los **Activos Totales** disminuyeron en MM$ 5.479 (-0,6%) respecto a diciembre de 2013 (MM$ 31.004 (3,0%) respecto a Junio 2014). Esta disminución proviene principalmente de los Activos Corrientes.

Las principales variaciones de activos totales provienen de ICSA, que disminuyeron en MM$ 43.992 mientras que en Aconcagua aumentaron en MM$ 30.868.

Los ***Activos Corrientes*** disminuyeron respecto de diciembre 2013 en MM$ 23.447, principalmente por la combinación de:

- ***Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar*** una *disminución* de MM$ 33.536, de los cuales MM$ 32.646 provienen de ICSA y MM$ 890 de Aconcagua.
- ***Cuentas por cobrar a entidades relacionadas*** una *disminución* de MM$ 13.711, proveniente principalmente de Aconcagua, relacionado con cobranzas pendientes tras ventas de terrenos y proyectos.
- ***Inventarios***, con un *aumento* de MM$ 24.493, principalmente de Aconcagua, marcada por la estacionalidad en la inversión operacional en proyectos inmobiliarios en construcción, a su vez financiada con créditos de construcción.

En el caso de los ***Activos no Corrientes***, el aumento neto de MM$ 17.969 respecto a diciembre 2013, se explica principalmente por la combinación del aumento de ***Impuestos diferidos*** en MM$ 12.717 explicado por la mayor tasa de impuesto a la renta a contar de la entrada en vigencia de la nueva ley, ***Inventarios no Corrientes*** en MM$ 11.545, y ***Propiedades de Inversión*** por MM$ 6.388. Lo anterior compensado por una disminución de ***Inversiones contabilizadas utilizando el Método de Participación*** por MM$ 8.555 debido a la venta de la participación en los proyectos inmobiliarios en Miami, y una disminución de ***Propiedades, Plantas & Equipos*** por MM$ 8.321, producto de la menor tasa de inversión frente a las depreciaciones del período.

Pasivos

Los **Pasivos Totales** ascendieron a MM$ 653.421, una reducción de MM$ 6.680 respecto de diciembre 2013, (y de MM$28.710 respecto de junio 2014) explicada por la disminución de pasivos comerciales, lo cual es consistente con la menor inversión respecto al año anterior.

Respecto de los pasivos financieros y otras fuentes de financiamiento, a septiembre 2014 alcanzó a **MM$ 451.686**, aumento de **MM$ 15.720,** o un 3,6% respecto de diciembre 2013.

Cabe destacar que esta cifra contiene MM$ 136.843 en créditos de construcción, un aumento de MM$ 14.053 respecto de diciembre 2013. Este aumento es sustancialmente inferior al reflejado en el mismo período del año anterior, que fue de MM$ 64.223, lo que evidencia un menor ritmo de inversión en proyectos inmobiliarios a consecuencia del diseño del pan de negocio de la Compañía.

Asimismo, en ambas unidades de negocio se observa un aumento del financiamiento de capital de trabajo en reemplazo de cesiones de cartera sin responsabilidad.

Por último, los volúmenes de financiamientos estructurados se mantienen similares a los de diciembre 2013, sin embargo con perfiles de vencimiento más extendidos, tal cual hemos comentado anteriormente.

El detalle de lo anterior se exhibe en el análisis a continuación:

	Septiembre 2014		
	Consolidado	**ICSA**	**Aconcagua**
Deuda Financiera:	**459.061**	**106.002**	**333.002**
Créditos de Capital de Trabajo	60.676	31.901	28.775
Créditos de Construcción	136.843		136.843
Créditos Estructurados Unidades	93.249	15.580	33.759
Bonos/financiamiento estructurado Salfacorp	89.538	35.002	78.389
Leasing	23.840	23.518	322
Pasivos por Opciones sobre Terrenos	54.914		54.914
Efectivo&Equivalentes	**(29.983)**	**(17.490)**	**(9.597)**
Deuda Financiera Neta (según Balance)	**429.078**	**88.512**	**323.405**
Saldo Cesiones sin Responsabilidad	**22.607**	**9.422**	**13.185**
Total Fuentes de Financiamiento Neto	**451.686**	**97.934**	**336.591**
Financiamiento sobre Activos	**215.597**	**23.518**	**192.079**
Financiamientos sobre Flujo	**236.088**	**74.415**	**144.512**

	Diciembre 2013		
	Consolidado	**ICSA**	**Aconcagua**
Deuda Financiera:	**422.870**	**112.388**	**290.310**
Créditos de Capital de Trabajo	44.866	23.599	21.267
Créditos de Construcción	122.790		122.790
Créditos Estructurados Unidades	93.941	23.620	70.321
Bonos/financiamiento estructurado Salfacorp	88.033	36.364	31.498
Leasing	28.806	28.806	
Pasivos por Opciones sobre Terrenos	44.434		44.434
Efectivo&Equivalentes	**(30.473)**	**(27.525)**	**(2.378)**
Deuda Financiera Neta (según Balance)	**392.397**	**84.863**	**287.932**
Saldo Cesiones sin Responsabilidad	**43.569**	**14.200**	**29.369**
Total Fuentes de Financiamiento Neto	**435.965**	**99.063**	**317.301**
Financiamiento sobre Activos	**196.030**	**28.806**	**167.224**
Financiamientos sobre Flujo	**239.935**	**70.257**	**150.077**
Variación Deuda Financiera Neta (según balance)	**36.682**	**3.649**	**35.473**
Variacion Fuentes de Financiamiento Totales	**15.720**	**(1.129)**	**19.290**
Variacion Financiamiento sobre Activos	**19.567**	**(5.288)**	**24.855**
Variación Financiamiento sobre Flujo	**(3.848)**	**4.158**	**(5.565)**

Del análisis anterior podemos concluir que los ratios de cobertura de acuerdo a las fuentes de repago de los financiamientos son:

Financiamiento sobre Activos	**Activo (Inventarios + Activo Fijo Neto)**	**Deuda Neta Sobre Activos**	**Cobertura Deuda / Activo**
2014 - sept	422.380	215.597	51%
2014 - junio	410.239	196.743	48%
2013 -diciembre	394.663	196.030	50%

Financiamiento sobre Flujo	**Ebitda 12m**	**Deuda Neta Sobre Flujo**	**Cobertura Deuda / Ebitda**
2014 - sept	64.537	236.088	3,7x
2014 - junio	65.124	230.721	3,5x
2013 -diciembre	69.560	239.935	3,4x

El **Patrimonio Neto Total** alcanzó MM$ 334.477 a septiembre 2014. El Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora fue de MM$ 312.695, un aumento de MM$ 5.995 respecto de diciembre 2013. Este aumento incluye la utilidad a septiembre 2014 por MM$ 9.354, reservas por MM$ 777 y la provisión de dividendos por MM$ 2.806, equivalente al 30% de la utilidad acumulada a la fecha. Las Participaciones No Controladoras ascendieron a MM$ 21.782, disminuyendo en MM$ 4.793 respecto de diciembre 2013 debido fundamentalmente a dividendos recibidos por el minoritario y compras de participaciones.

iii. FLUJO DE EFECTIVO DIRECTO DE SALFACORP S.A. AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

El flujo de efectivo neto correspondiente al período enero – septiembre de 2014 fue MM$ (490).

El resumen de la generación de flujo por segmento del período en análisis, de acuerdo a clasificación IFRS, es el siguiente:

Período Enero -Septiembre de 2014

Estado de Flujo de Efectivo Neto (M$ de cada período)	Ing. & Const.	Inmobiliario	Salfacorp	Ajustes	Consolidado
Flujo de Operación	1.330	(54.236)	527	36.496	(15.884)
Flujo de Inversión	(3.627)	5.068	0	(6.890)	(5.449)
Flujo de Financiación	(7.738)	56.387	1.800	(29.605)	20.844
Flujo Total	**(10.035)**	**7.219**	**2.327**	**0**	**(490)**

Período Enero - Septiembre de 2013

Estado de Flujo de Efectivo Neto (M$ de cada período)	Ing. & Const.	Inmobiliario	Salfacorp	Ajustes	Consolidado
Flujo de Operación	25.761	(58.922)	(8.301)	19.145	(22.318)
Flujo de Inversión	(11.774)	(26.601)	(11.425)	12.212	(37.588)
Flujo de Financiación	(9.375)	71.924	17.905	(31.358)	49.096
Flujo Total	**4.612**	**(13.598)**	**(1.821)**	**0**	**(10.808)**

iv. ANÁLISIS DE GENERACIÓN DE CAJA DE SALFACORP S.A. AL 30 DE SEPTIEMBRE 2014

A partir de los estados financieros a la fecha, el análisis de la generación de caja de SalfaCorp y sus unidades de negocio se muestra a continuación.

	Enero-Septiembre 2014 (MM$)			Enero-Septiembre 2013 (MM$)		
	Consolidado	ICSA	Aconcagua	Consolidado	ICSA	Aconcagua
Resultado Operacional + Depreciaciones & Amortizaciones	**34.753**	**34.497**	**27**	**41.261**	**32.373**	**8.410**
- Gasto Financiero Neto	(7.342)	(4.223)	(2.857)	(10.659)	(6.005)	(4.988)
- Impuestos	(1.117)	(3.199)	2.254	(3.790)	(3.202)	(297)
Subtotal	**26.294**	**27.075**	**(576)**	**26.812**	**23.166**	**3.125**
Var. Cuentas por Cobrar & relacionadas corrientes (excl. cesiones)	68.208	37.868	35.451	80.210	61.591	20.678
Var.Inventarios corrientes, excl. Inventario en Construccion	7.304	4.001	3.303	37.056	10.013	27.043
Mas: Transferencia desde Propiedades de Inversión a Inventario	1.426	0	1.426	38.846		38.846
Var. Cuentas por Pagar & relacionadas corrientes (excl. Salfacorp)	(27.092)	(21.301)	(5.247)	(4.646)	(2.223)	1.083
Var. Otros Pasivos no financieros	(6.838)	(11.314)	4.478	(17.055)	(19.290)	2.235
Otras partidas	(13.793)	(10.796)	(3.354)	(18.350)	(1.475)	(14.738)
Subtotal Capital de Trabajo	**29.215**	**(1.542)**	**36.057**	**116.061**	**48.617**	**75.147**
Flujo Operacional	**55.509**	**25.533**	**35.481**	**142.873**	**71.783**	**78.272**
Inversión en Viviendas en Construcción	(31.797)	(4.475)	(27.322)	(92.660)	(2.577)	(90.083)
Adiciones Netas al Activo Fijo	(2.449)	(1.633)	(817)	(4.581)	(4.094)	(487)
Subtotal Inversión Operacional	**(34.246)**	**(6.108)**	**(28.139)**	**(97.241)**	**(6.671)**	**(90.570)**
Var. Inventarios no corrientes (terrenos bajo opciones)	(11.545)	0	(11.545)	(5.969)	0	(5.969)
Var. Cuentas por Pagar no corrientes (excl. Salfacorp)	(7.290)	(184)	(9.015)	(1.440)	0	(1.609)
Adiciones de intangibles	(675)	(214)	(461)	(1.214)	(684)	(530)
Adiciones a Propiedades de Inversion	(8.652)	0	(8.652)	(18.887)	0	(18.887)
Desapropiaciones Propiedades de Inversión	838	0	838	487	0	487
Subtotal Inversión de largo plazo	**(27.324)**	**(398)**	**(28.835)**	**(27.023)**	**(684)**	**(26.508)**
Aportes & Adquisición de Sociedades	(9.071)	(8.357)	(714)	(6.751)	0	(6.751)
Dividendos Recibidos de Asociaciones	6.923	1.300	5.623	5.048	413	4.635
Subtotal Flujo Asociaciones	**(2.148)**	**(7.057)**	**4.909**	**(1.703)**	**413**	**(2.116)**
Flujo Inversion	**(63.718)**	**(13.563)**	**(52.064)**	**(125.966)**	**(6.941)**	**(119.194)**
Dividendos Pagados	**(7.510)**	**(10.840)**	**(2.706)**	**(6.847)**	**(3.330)**	**(4.371)**
Flujo de Caja Libre (a)	**(15.719)**	**1.130**	**(19.290)**	**10.060**	**61.511**	**(45.293)**
Aplicación del Flujo de Caja Libre:						
Variación Créditos Construcción	14.053	0	14.053	64.223	0	64.223
Variación Leasings	(4.966)	(5.288)	322	(4.983)	(4.983)	0
Variación Pasivo por Opciones sobre Terrenos	10.480	0	10.480	3.241	0	3.241
Subtotal financiamientos sobre Activos (b)	**19.567**	**(5.288)**	**24.855**	**62.481**	**(4.983)**	**67.464**
Subtotal Flujo de Caja Disponible (a+b)	**3.848**	**(4.158)**	**5.565**	**72.541**	**56.528**	**22.171**
Variación Financiamientos de Capital de Trabajo	15.810	8.302	7.508	17.412	22.420	(5.008)
Variación Créditos Estructurados Bancos/Deuda Matriz	(692)	(8.040)	(36.562)	1.764	(4.438)	6.202
Variación Bonos/Deuda Matriz	1.505	(1.362)	46.891	(45.617)	(39.246)	(22.134)
Variación Efectivo&equivalentes	490	10.035	(7.219)	10.808	(4.612)	13.598
Subtotal Otros financiamientos sobre Flujo	**17.114**	**8.936**	**10.618**	**(15.633)**	**(25.876)**	**(7.342)**
Variacion Deuda Financiera Neta	**36.681**	**3.648**	**35.473**	**46.848**	**(30.859)**	**60.122**
Variación Cesiones sin Responsabilidad	(20.961)	(4.778)	(16.184)	(56.908)	(30.652)	(26.255)
Aumentos de Capital Recibidos						11.426
Flujo de Fuentes de Financiamiento	**15.719**	**(1.130)**	**19.290**	**(10.060)**	**(61.511)**	**45.293**

Del análisis anterior se destaca lo siguiente:

- La sociedad generó a septiembre 2014 un flujo operacional de MM$ 55.508, vs MM$ 142.873 a septiembre 2013. En ambos períodos el flujo operacional tiene un componente relevante en partidas de capital de trabajo, en particular cuentas por cobrar e inventarios, que reflejan el foco de la compañía en optimizar su capital empleado. El período 2013 sin embargo, reflejó una mayor disminución de cuentas por cobrar en la ICSA producto de la disminución de días calle, acercándose al objetivo planteado, y por lo tanto las disminuciones en días calle en el 2014 tuvieron rendimientos decrecientes. Asimismo, la reducción más relevante en existencias en Aconcagua ocurrió el 2013, lo cual es reflejo de la decisión de la Compañía de ajustar su volumen de proyectos y disponer de existencias en pie.
- Adicionalmente, el flujo de inversión a septiembre 2014 fue de MM$ 63.718, inferior al 2013 que fue MM$ 125.966, principalmente por la menor inversión en construcción de viviendas en Aconcagua y por la menor inversión en propiedades de inversión. Esto es consistente con la estrategia de la compañía de acotar su volumen de escrituración, privilegiando la rentabilidad futura y ajustando su base de capital empelado.
- El flujo de caja libre a septiembre 2014 fue por MM$ (15.720) junto a fuentes de financiamiento asociadas al activo por MM$ 19.567 (leasings, financiamiento de construcción y opciones sobre terrenos) permitió generar un flujo de caja disponible por MM$ 3.847.
- El flujo de caja de financiamiento a septiembre 2014 y a septiembre 2013, refleja que la compañía a estas fechas intercambió el financiamiento de cesiones de cartera por financiamiento de capital de trabajo, aunque los flujos de ambos tipos de financiamientos del 2014 son sustancialmente inferiores a los del 2013.

V. PRINCIPALES INDICADORES DE SALFACORP S.A. [3] AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

Los índices comparados presentados en el siguiente análisis reflejan la suma de los segmentos ICSA y Aconcagua, cada uno los cuales tuvieron su propia evolución.

Índices Financieros a Sep-14:		sep-14	jun-14	dic-13	sep-13
Liquidez	(veces)	1,43	1,38	1,42	1,37
Endeudamiento	(veces)	1,95	2,03	1,98	2,16
Endeudamiento Neto	(veces)	1,86	1,86	1,89	2,09
Endeudamiento Financiero	(veces)	1,37	1,40	1,27	1,41
Endeudamiento Financiero Neto	(veces)	1,28	1,24	1,18	1,35
Deuda Financiera Neta / EBITDA	(veces)	6,65	6,39	5,64	6,82
(DFN - Créd. Const. - Fin. Terrenos) / EBITDA	(veces)	3,68	3,76	3,24	3,97
EBITDA / Gastos Financieros Netos	(veces)	5,99	5,76	4,93	4,68
Rentabilidad sobre el Patrimonio	%	7,63%	6,86%	8,16%	8,58%

En general los indicadores financieros de SalfaCorp han tenido una evolución positiva desde 12 meses a la fecha, en particular los relacionados a Cobertura y Leverage. Esto ha sido una consecuencia de decisiones sobre la estrategia de negocios de la Compañía.

El índice de **Liquidez** al cierre de septiembre 2014 alcanzó 1,43.

A septiembre 2014, el **Endeudamiento Neto** se ubicó en 1,86.

El **Endeudamiento Financiero Neto** a la misma fecha alcanzó 1,28, mayor al de diciembre 2013 debido al aumento de la deuda financiera de capital de trabajo y créditos de construcción, reflejando la estacionalidad del negocio inmobiliario. Sin embargo este indicador es inferior al de igual fecha de 2013 (1,35).

Cabe destacar que al descontar aquellos financiamientos que no generan gastos financieros en resultados (créditos de construcción y pasivos por opciones de compra de terrenos), el indicador Deuda Financiera Neta sobre EBITDA Ajustado alcanza 3,68.

La **Cobertura de Gastos Financieros Netos** alcanzó 5,99.

La **Rentabilidad sobre el Patrimonio de la Controladora** (últimos 12 meses) al cierre de septiembre 2014 fue 7,63%.

---

3 **Liquidez** se define como la razón entre las cuentas Activos Corrientes Totales y Pasivos Corrientes Totales.
Endeudamiento se define como la razón entre la suma de las cuentas Pasivos Corrientes Totales y Pasivos no Corrientes Totales y, Patrimonio Total.
Endeudamiento Financiero se define como la razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros no Corrientes y, Patrimonio Total.
Endeudamiento Financiero Neto se define como razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros no Corrientes menos Caja y Equivalentes y, Patrimonio Total.
Deuda Financiera Neta/EBITDA: se define como la razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros no Corrientes menos Caja y Equivalentes y, la suma de Ganancia Bruta, Otros Ingresos por Función, Costos de Distribución, Gastos de Administración, Otros Gastos por Función y el Resultado de Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos. Cifras de EBITDA corresponden a los últimos 12 meses.
(DFN - Créd. Const. - Fin. Terrenos) / EBITDA: se define como el mismo indicador anterior excluyendo aquella deuda que no generan gastos financieros en resultados, es decir los Créditos de Construcción y Pasivos por Opciones de Terrenos
Rentabilidad sobre Patrimonio se define como la razón entre la cuenta Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora para los últimos doce meses y el Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora.

vi. OBLIGACIONES FINANCIERAS DE SALFACORP S.A. AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014 [4]

Obligaciones principales, vigentes a Sep-14:	sep-14	dic-13	Limite
Bonos, Línea N° 534 :			
Endeudamiento Financiero Neto Consolidado	1,11	1,00	< 2,0
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidado	5,31	4,54	> 3,0
Bonos, Líneas N° 533, 642 y 643:			
Endeudamiento Financiero Neto Consolidado	1,11	1,00	< 2,0
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidado	6,60	5,36	> 2,5
Crédito Sindicado o Bancario:			
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidado	6,60	n.a.	> 2,5

Al 30 de septiembre de 2014, SalfaCorp tiene todos sus covenants financieros en cumplimiento.

Cabe notar que la Compañía modificó el contrato de la Línea de Bonos N° 533, y lo homologó a las Líneas N° 642 y 643.

[4] **Endeudamiento Financiero Neto Consolidado** se define como razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros no Corrientes menos Caja y Equivalentes y, la suma de las cuentas Patrimonio Total, Ajuste por cambio a Norma IFRS y Dividendos Provisionados.
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidado (Línea N° 534) se define como la razón entre EBITDA y Costos Financieros Netos, ambos calculados en los últimos 12 meses.
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidado (Líneas N° 533, 642 y 643 y Créditos Bancarios) se define como la razón entre la suma de EBITDA y Dividendos Recibidos y, Costos Financieros Netos.

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

Los criterios de valorización de activos se describen en detalle en la Nota 2 (Resumen de las Principales Políticas Contables) de los Estados Financieros.

Las diferencias materiales entre valores de libro y valores de mercado son las siguientes:

Inventario de Terrenos y Propiedades de inversión. El inventario corresponde a terrenos que constan con un plan de desarrollo o de comercialización definido, dentro de un horizonte de un año (inventario corriente) o superior a un año (inventario no corriente). Las propiedades de inversión comprenden principalmente terrenos para desarrollo de futuros proyectos inmobiliarios, futuras ventas y terrenos para obtener plusvalías a largo plazo, los cuales son adquiridos a través de diferentes modalidades contractuales, sobre los cuales no hay un plan de desarrollo concreto a la fecha de emisión de los estados financieros. Todos ellos son valorizados en base al modelo del costo - NIC 40 (valor libro a la fecha).

Los activos clasificados en estos rubros son sometidos anualmente a pruebas de pérdidas por deterioro de valor según lo descrito en nota 2.16. De acuerdo a la nota 19 de los estados financieros al 30 de septiembre de 2014, el Inventario de Terrenos y las Propiedades de Inversión no tienen deterioro y por el contrario sus valores contables son significativamente inferiores al valor de tasación a esta fecha.

La diferencia estimada entre los valores de libros y valores de tasación de estos activos, es el siguiente:

Tipo de Activo	**Valor Libro 31-09-2014 (MM$)**	**Valor Tasación 31-09-2014 (MM$)**	**Valor Libro 31-12-2013 (MM$)**	**Valor Tasación 31-12-2013 (MM$)**
Inventario de Terrenos corrientes	27.066	39.018	26.236	38.188
Inventario de Terrenos no corrientes	71.505	112.474	59.959	100.928
Propiedades de Inversión	57.560	84.198	51.172	77.668
Totales	**156.131**	**235.690**	**137.367**	**216.784**

El análisis anterior excluye las diferencias de este tipo que se producen dentro de las asociaciones.

II. Análisis Segmento de Operación: Salfa Ingeniería y Construcción S.A. (ICSA)

a. RESUMEN EJECUTIVO

- Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** a septiembre 2014 alcanzaron MM$ 482.063, inferior al 2013 en MM$ 50.639 (-9,5%) ya que el 2013, contenía una mayor proporción de ingresos de líneas de especialidades que la compañía ha reducido por estrategia.

- La **Ganancia Bruta** del periodo fue de MM$ 44.104, nivel muy similar a la obtenida para igual periodo del 2013, con un margen bruto porcentual que aumentó desde 8,4% a 9,1%, consecuencia de la estrategia que ha desarrollado la compañía. La disminución de ingresos no produjo una reducción de la Ganancia Bruta.

- Los **Gastos de Administración y Ventas** a septiembre de 2014 ascendieron a MM$ 21.052, una **disminución de MM$ 2.785** respecto de 2013. Lo anterior es reflejo de la tarea permanente de la compañía de alcanzar mayores eficiencias.

- Asimismo, la **Ganancia de Actividades Operacionales** del periodo fue de MM$ 23.629, MM$ 1.858 (+8,5%) mayor a la obtenida en igual periodo del año 2013. El margen sobre ingresos aumentó desde 4,1% a 4,9%.

- La **Ganancia Total del período** alcanzó MM$ 10.148, similar respecto de septiembre 2013. Lo anterior se debió a la mayor Ganancia de Actividades Operacionales en MM$ 1.858, compensada por el menor Resultado de Actividades No Operacionales en MM$ 2.138.
  El Resultado de Actividades No Operacionales se entiende por la diferencia negativa en el Resultado por Unidades de Reajuste de MM$ 3.129, el menor resultado de asociaciones en MM$ 1.319 y al menor costo financiero neto por MM$ 1.782.

- Como consecuencia de lo anterior, la **Ganancia atribuible a los Propietarios de la Controladora** ascendió a MM$ 10.026, levemente superior en MM$ 139 (+1,4%) respecto del año anterior.

- El **EBITDA** ascendió a MM$ 32.330, un aumento de MM$ 805 (+2,6%) respecto al año 2013. El margen EBITDA alcanzó al 6,7% (5,9% a septiembre 2013). Lo anterior es consecuencia de la estrategia de negocio que ha seguido la compañía.

- El **Saldo de Obras por Ejecutar (Backlog) combinado** a septiembre 2014 fue **MM$ 419.739**, donde 33% corresponde a las líneas de Montajes (MM$ 137.575) y el 34% a ingresos recurrentes asociados a Servicios a la Minería (MM$ 141.468).

b. HECHOS RELEVANTES

Mayor Inversión en Perú

Con fecha 1 de julio de 2014, ICSA compró la participación minoritaria de las sociedades filiales en Perú, tras lo cual alcanzó la totalidad de la propiedad de éstas. Esta adquisición se produjo después de varios años en sociedad con socios locales, lo que permitió consolidar las actividades de ICSA en Perú.

Mayor Inversión en Icem S.A.

Con fecha 30 de septiembre de 2014, ICSA aumentó su participación en su filial ICEM S.A., desde 80% a 90%, a través de compra de acciones. ICEM representa la especialidad de negocio de Perforaciones y Tronaduras.

c. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO – SALFA INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN S.A. (ICSA)

SalfaCorp S.A. desarrolla el negocio de Ingeniería y Construcción a través de su filial **ICSA**, el cual tiene una importante diversificación en áreas de negocios y servicios ofrecidos, tipos de clientes e industrias, extensión de contratos, además de diversificación geográfica, lo que representa una fortaleza competitiva además de atenuar el riesgo operacional.

De esta Unidad de Negocio, se desprenden diferentes empresas operativas, que se diferencian entre sí por las distintas especialidades constructivas que abordan el mercado de la construcción o por la zona geográfica donde desarrollan sus negocios:

- **Montaje Industrial:** abarca la ejecución de los contratos de montaje de equipamiento industrial. Este tipo de contratos se caracteriza por la gran cantidad de equipos y mano de obra especializada que debe aportar la empresa de montaje, siendo responsabilidad del cliente la provisión del diseño, ingeniería y equipamiento a montar. Ejemplos de este tipo de obras son plantas industriales, centrales termo e hidroeléctricas, plantas mineras, plantas de celulosa, plantas salmoneras, bodegas vitivinícolas, plantas petroquímicas, terminales de aeropuerto, entre otros. Adicionalmente a través de este segmento se ofrecen servicios de valor agregado como Mantención Industrial y Obras Marítimas.

- **Minería:** comprende especialidades asociadas a mandantes de la industria de la minería, entre ellas:

  - **Minería Subterránea & Túneles:** con el fin de entregar a sus clientes un servicio integral, a partir de julio de 2008 SalfaCorp S.A. ingresó al negocio de construcción de túneles, principalmente relacionados con la explotación minera, que se potenció con la adquisición de Geovita S.A. durante 2011.

  - **Movimientos de Tierra:** abarca grandes movimientos de tierra.

  - **Perforaciones y Tronaduras:** a través de filial Icem S.A., SalfaCorp ofrece el servicio de perforaciones y tronaduras.

- **Construcción:** comprende especialidades asociadas a obras de edificación pública y privada, principalmente de carácter no residencial:

  - **Obras Civiles:** comprende la ejecución de contratos de obras de edificación y obras civiles para fines comerciales o de servicios. Este tipo de contratos se caracteriza porque la empresa constructora provee tanto la mano de obra, materiales, subcontratos y equipos necesarios para ejecutar la obra diseñada y encomendada por el cliente. Ejemplo de este tipo de obras son hoteles, centros comerciales, supermercados, colegios, universidades, iglesias, estadios, entre otros.

  - **Zona Austral:** opera en la zona extrema del país ofreciendo diversos servicios asociados a la construcción mencionados anteriormente y adicionalmente cuenta con una pequeña línea de negocios de desarrollo inmobiliario y de edificación. La Compañía administra la zona como una región diferente al resto del país, dadas sus características distintivas en cuanto a sus condiciones de mercado, la logística de abastecimiento, y aspectos tributarios.

- **Área Internacional:** la Compañía opera en el extranjero ofreciendo diversos servicios asociados a la construcción mencionados anteriormente, estando presente en Perú, Colombia y Panamá.

d. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE SALFA INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN S.A.

i. ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN ACUMULADO DE ICSA AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

(MM$ de cada periodo)	sep-14	sep-13	Variación	
			MM$	%
Ingresos de actividades ordinarias	482.063	532.702	(50.639)	-9,5%
Ganancia bruta	**44.104**	**44.496**	**-392**	**-0,9%**
% de los ingresos	9,1%	8,4%		
Otros ingresos	576	1.111	(535)	-48,2%
Gastos de administración y ventas	(21.052)	(23.837)	2.785	-11,7%
% de los ingresos	-4,4%	-4,5%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades Operacionales	**23.629**	**21.770**	**1.858**	**8,5%**
% de los ingresos	4,9%	4,1%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades No Operacionales:	**(10.281)**	**(8.143)**	**(2.138)**	**26,3%**
Otras (pérdidas) ganancias	(333)	(4)	(330)	8831,2%
Costos Financieros netos de Ingresos Financieros	(4.223)	(6.005)	1.782	-29,7%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	(2.168)	(849)	(1.319)	155,3%
Diferencias de cambio	673	(184)	857	-466,0%
Resultados por unidades de reajuste	(4.231)	(1.101)	(3.129)	284,1%
Gasto por impuestos a las ganancias	**(3.199)**	**(3.202)**	**2**	**-0,1%**
Ganancia Total del período	**10.148**	**10.426**	**(278)**	**-2,7%**
% de los ingresos	2,1%	2,0%		
Ganancia (pérdida), atribuible a Participaciones No Controladoras	122	539	(417)	-77,3%
Ganancia (pérdida), atribuible a los Propietarios de la Controladora	**10.026**	**9.886**	**139**	**1,4%**
% de los ingresos	2,1%	1,9%		
EBITDA	**32.330**	**31.524**	**805**	**2,6%**
% de los ingresos	6,7%	5,9%		

Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** a septiembre 2014 alcanzaron MM$ 482.063, una disminución de MM$ 50.639 (-9,5%) respecto de 2013.

La distribución de los Ingresos de Actividades Ordinarias a septiembre del 2014 y 2013 es la siguiente[5]:

Ingresos de Actividades Ordinarias por Área de Negocio	Sep-2014 MM$	Sep-2013 MM$	Var. MM$	Var. %
Montajes	269.126	266.468	2.657	1,0%
Proyectos & Servicios a la Minería	101.848	96.383	5.464	5,7%
Construcción	62.973	75.171	(12.198)	-16,2%
Perú	46.991	61.492	(14.501)	-23,6%
Otros	1.126	33.186	(32.060)	-96,6%
Total	482.063	532.702	(50.639)	-9,5%

Al igual que en los trimestres anteriores de este año, la disminución de los ingresos refleja la estrategia de la compañía de focalizarse en líneas de negocio de mayor valor agregado y descontinuar o reducir aquellas de menor margen. Así, al excluir las líneas de negocio que se han reducido por diseño, vemos que los ingresos de aquellas líneas que permanecen se han mantenido estables.

La **Ganancia Bruta** alcanzó MM$ 44.104, similar respecto de 2013. El **margen bruto porcentual** del período alcanzó 9,1%, superior al de septiembre 2013 (8,4%).

A su vez, los **Gastos de Administración y Ventas** disminuyeron en MM$ 2.785.

La **Ganancia de actividades operacionales** fue de MM$ 23.629, un aumento de MM$ 1.858 (+8,5%) respecto de 2013. En consecuencia, el margen operacional aumentó desde 4,1% en septiembre 2013 a 4,9% a septiembre 2014.

La **Pérdida de Actividades no Operacionales** fue MM$ 10.281, mayor al 2013 en MM$ 2.138, lo que se explica principalmente por la diferencia en el Resultado por Unidad de Reajuste de MM$ 3.129 y menor resultado en asociaciones por MM$ 1.319 respecto del mismo periodo del año anterior. Lo anterior fue compensado por menores Costos Financieros Netos en MM$ 1.782.

La **Ganancia Total del período** alcanzó MM$ 10.148, similar a la de septiembre de 2013.

En consecuencia, la **Ganancia atribuible a los Propietarios de la Controladora** ascendió a MM$ 10.026, similar a la del año 2013.

El **EBITDA** ascendió a MM$ 32.330, un aumento de MM$ 805 (+2,6%) respecto al año 2013. El margen EBITDA alcanzó a 6,7% (5,9% a septiembre 2013).

[5] *Servicios a la Minería*: Minería Subterránea (Geovita), Movimiento de Tierra (Fe Grande) y Perforación & Tronadura (Icem)
Construcción: Obras Civiles y Zona Austral
Otros: Tecsa Inmobiliaria, Infraestructura y otros servicios

ii. BALANCE GENERAL DE ICSA AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

MM$ cada período	sep-14	dic-13	Variación	
			MM$	%
Activos Corrientes, Totales	**219.666**	**264.750**	**(45.084)**	**-17,0%**
Efectivo y equivalentes al efectivo	17.490	27.525	(10.035)	-36,5%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	141.422	174.090	(32.668)	-18,8%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	22.604	23.026	(422)	-1,8%
Inventarios	22.680	22.207	474	2,1%
Materia prima	13.013	13.443	(430)	-3,2%
Viviendas terminadas	1.176	4.748	(3.572)	-75,2%
Viviendas en construccion	8.491	4.016	4.475	111,4%
Otros	15.470	17.903	(2.433)	-13,6%
Activos No Corrientes, Totales	**157.550**	**156.459**	**1.091**	**0,7%**
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	2.413	3.174	(761)	-24,0%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	11.502	10.078	1.424	14,1%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	17.442	18.113	(671)	-3,7%
Plusvalía	21.280	21.086	195	0,9%
Propiedades, planta y equipo	61.820	70.081	(8.260)	-11,8%
Propiedad de inversión	0	0	0	
Activos por impuestos diferidos	30.631	24.947	5.684	22,8%
Otros	12.461	8.979	3.482	38,8%
Activos, Totales	**377.216**	**421.209**	**(43.992)**	**-10,4%**
Pasivos Corrientes, Totales	**142.448**	**176.788**	**(34.340)**	**-19,4%**
Otros pasivos financieros	47.044	41.405	5.639	13,6%
Creditos Capital de Trabajo	31.901	23.599	8.303	35,2%
Créditos Estructurados	6.359	8.795	(2.436)	-27,7%
Arriendo Financiero	8.784	9.012	(228)	-2,5%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	77.389	92.262	(14.873)	-16,1%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	3.439	9.867	(6.428)	-65,1%
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Bonos)	0	0	0	-
Otros pasivos no financieros	5.572	16.886	(11.314)	-67,0%
Otros	9.004	16.368	(7.363)	-45,0%
Pasivos No Corrientes, Totales	**76.410**	**88.749**	**(12.339)**	**-13,9%**
Otros pasivos financieros	23.955	34.619	(10.664)	-30,8%
Créditos Estructurados	9.221	14.825	(5.604)	-37,8%
Arriendo Financiero	14.734	19.794	(5.059)	-25,6%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	383	573	(190)	-33,2%
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Bonos)	35.002	36.364	(1.362)	-3,7%
Pasivo por impuestos diferidos	8.539	7.325	1.214	16,6%
Otros	8.531	9.868	(1.337)	-13,5%
Pasivos, Totales	**218.858**	**265.537**	**(46.679)**	**-17,6%**
Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora	**157.215**	**151.990**	**5.225**	**3,4%**
Participaciones no Controladoras	**1.143**	**3.682**	**(2.539)**	**-69,0%**
Total Patrimonio Neto	**158.358**	**155.671**	**2.687**	**1,7%**
Patrimonio Neto y Pasivos, Totales	**377.216**	**421.209**	**(43.992)**	**-10,4%**
Deuda Financiera (incluyendo deuda con SalfaCorp)	**106.002**	**112.388**	**(6.386)**	**-5,7%**
Deuda Financiera Neta (incluyendo deuda con SalfaCorp)	**88.512**	**84.863**	**3.649**	**4,3%**
Leverage Financiero Neto (veces)	**0,56**	**0,55**		

Activos

Los **Activos Totales** al cierre del tercer trimestre alcanzaron MM$ 377.216, disminuyendo en MM$ 43.992 (10,4%) respecto de diciembre 2013. Esta variación se explica principalmente por los activos corrientes.

Los ***activos corrientes*** disminuyeron en MM$ 45.084 respecto de 2013, destacando ***deudores comerciales*** en MM$ 32.668, producto de la mejor recaudación reflejando una reducción de la rotación de 92 ***días calle*** en diciembre 2013 a 79 ***días calle*** al cierre de septiembre 2014.
Cabe mencionar que el saldo de cesiones de cartera sin responsabilidad ascendió a MM$ 9.422, una disminución de MM$ 4.778 respecto de diciembre de 2013.

Los ***activos no corrientes*** aumentaron en MM$ 1.091, que se explica principalmente por la combinación del aumento en ***activos por impuestos diferidos*** por MM$ 5.684 (mayor tasa de impuestos), ***otros activos*** por MM$ 3.482 y la disminución de ***propiedades, plantas y equipos*** en MM$ 8.260.

Pasivos

Los **Pasivos Totales** disminuyeron en MM$ 46.679 (-17,6%) en relación al 2013.

Respecto de los Pasivos Corrientes, éstos disminuyeron en MM$ 34.340, debido principalmente a (i) las Cuentas por Pagar, que disminuyeron en MM$ 14.873; (ii) disminución de Otros pasivos no financieros en MM$ 11.314 y (iii) disminución de Otros pasivos corrientes en MM$ 7.363 que corresponde a pasivos por impuestos corrientes.

Los Pasivos No Corrientes disminuyeron en MM$ 12.339, principalmente por la baja en otros pasivos financieros.

El **Patrimonio Neto Total** al cierre de septiembre 2014 fue de MM$ 158.358, reflejando un aumento de MM$ 2.687, lo que se explica principalmente por la utilidad del ejercicio, la provisión de dividendos equivalente al 30% de la utilidad acumulada del período y un dividendo adicional con cargo a resultados de ejercicios anteriores por aproximadamente MM$ 6.000 pagado a SalfaCorp en junio de 2014.

Cabe destacar que durante el tercer trimestre de 2014, la compañía aumentó su participación en las filiales en Perú desde 91% a 100% y en Icem desde 80% a 90%. Como consecuencia de lo anterior, las Participaciones No Controladoras disminuyeron en MM$ 2.539 en el período de 2014.

iii. PRINCIPALES INDICADORES DE ICSA AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014 [6]

Índices Financieros a Sep-14:		sep-14	jun-14	dic-13	sep-13
Liquidez	(veces)	1,54	1,44	1,50	1,45
Endeudamiento	(veces)	1,38	1,52	1,71	1,73
Endeudamiento Neto	(veces)	1,27	1,35	1,53	1,61
Endeudamiento Financiero	(veces)	0,67	0,74	0,72	0,77
Endeudamiento Financiero Neto	(veces)	0,56	0,56	0,55	0,66
Deuda Financiera Neta / EBITDA	(veces)	1,91	1,83	1,87	2,22
EBITDA / Gastos Financieros Netos	(veces)	7,80	7,65	5,90	6,22
Rentabilidad sobre el Patrimonio	%	10,03%	11,02%	10,28%	8,33%

En general los indicadores financieros relevantes de ICSA han mostrado una evolución positiva en los últimos 12 meses, especialmente en los indicadores de cobertura, leverage y rentabilidad. Esto es consecuencia de la estrategia de negocios de la compañía.

El índice de **Liquidez** al cierre de septiembre 2014 ascendió a 1,54.

A la misma fecha, el **Endeudamiento** se ubicó en 1,38.

El **Endeudamiento Financiero Neto** alcanzó 0,56, manteniendo un nivel muy similar al cierre de 2013 (0,55).

La **Cobertura de gastos financieros netos** a septiembre de 2014 (últimos 12 meses) aumentó a 7,80 desde 5,90 al cierre de 2013.

La **Rentabilidad sobre el Patrimonio del Controlador** alcanzó 10,0%, muy similar al registrado en diciembre 2013.

---

6 ***Indicadores Generales***
Liquidez se define como la razón entre las cuentas Activos Corrientes Totales y Pasivos Corrientes Totales.
Endeudamiento se define como la razón entre la suma de las cuentas Pasivos Corrientes Totales y Pasivos no Corrientes Totales y, Patrimonio Total.
Endeudamiento Financiero se define como la razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes, Otros Pasivos Financieros no Corrientes y deuda con SalfaCorp y, Patrimonio Total.
Endeudamiento Financiero Neto se define como razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes, Otros Pasivos Financieros no Corrientes y deuda con SalfaCorp menos Caja y Equivalentes y, Patrimonio Total.
Deuda Financiera Neta/EBITDA: se define como la razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros no Corrientes menos Caja y Equivalentes y, la suma de Ganancia Bruta, Otros Ingresos por Función, Costos de Distribución, Gastos de Administración, Otros Gastos por Función y el Resultado de Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos. Cifras de EBITDA corresponden a los últimos 12 meses.
Rentabilidad sobre Patrimonio se define como la razón entre la cuenta Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora para los últimos doce meses y el Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora.

e. SALDOS POR EJECUTAR DE OBRAS (BACKLOG) POR LÍNEA DE NEGOCIO

A continuación se muestra información respecto del Backlog de la Unidad de Negocio de Ingeniería y Construcción al cierre de septiembre de 2014 y 2013.

Backlog por Área de Negocio	Sep-2014			Sep-2013
	Terminados dentro de 12 meses (MM$)	Terminados en plazo > a 12 meses (MM$)	Total (MM$)	Total (MM$)
Montajes	119.989	17.586	137.575	232.090
Proyectos & Servicios a la Minería	77.183	64.285	141.468	223.246
Construcción	72.153	22.457	94.610	39.602
Internacional	25.510	3.440	28.949	16.605
Otros	785	-	785	25.816
Total Consolidado	295.619	107.768	403.387	537.359
Colombia	8.474	1.449	9.923	10.935
Panamá	5.428	1.002	6.430	4.228
Total Combinado	309.521	110.218	419.739	552.522

Del backlog combinado a septiembre 2014 se destaca lo siguiente:

- 37% del backlog representa ingresos recurrentes.
- El 26% del backlog está con plazo de término superior a 12 meses.

III. Análisis Segmento de Operación: Aconcagua S.A.

a. Resumen Ejecutivo

- Los Ingresos por **escrituración de viviendas** a septiembre alcanzaron a MM$ 75.409, ligeramente inferior al mismo período 2013 (MM$ 77.433).

- Los ingresos por **edificación** ascendieron a MM$ 71.202, una disminución de MM$ 20.759, a raíz de la decisión de la compañía de disminuir el volumen de edificación a proyectos inmobiliarios no relacionados con el negocio de Aconcagua.

- Los ingresos por venta de proyectos en ejecución y terrenos alcanzaron MM$ 4.829, monto inferior en MM$ 18.807 respecto al 2013. Cabe mencionar que esta línea de negocios no se comporta en forma lineal en sus ingresos durante el año. Aconcagua mantiene un backlog potencial de venta de terrenos para el 2014.

- En la suma, los **Ingresos de Actividades Ordinarias** a septiembre 2014 alcanzaron **MM$ 156.765**, una disminución de MM$ 47.845 respecto de 2013 de acuerdo a lo explicado anteriormente.

- La **Ganancia Total** alcanzó **MM$ 43**, una reducción de **MM$ 2.851** respecto a septiembre 2013, que se explica por las mismas razones anteriores.

- A consecuencia de lo anterior, la **Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora** fue de **MM$ (686)**, una disminución de MM$ 738 frente a la del 2013.

- El **EBITDA** a septiembre de 2014 alcanzó **MM$ 4.959**, comparado con MM$ 10.537 a septiembre de 2013, explicado por las mismas razones antes expuestas.

- A septiembre 2014, el **endeudamiento financiero neto de Aconcagua**, ascendió a MM$ 323.406, versus MM$ 287.932 a diciembre 2013 (MM$ 309.818 a septiembre 2013).

- Las **escrituras de compraventa combinadas**[7] del negocio de viviendas de Aconcagua, ascendieron a **UF 6,2 millones** (UF 6,7 millones a septiembre 2013), en línea con lo presupuestado por la Compañía a esta fecha. Esperamos al cierre de año una escrituración del orden de los **UF 10,7 a 11,2 millones**, muy semejante a lo escriturado el año 2013.

- Durante el 2014, las **promesas de compraventa combinadas**[8] de viviendas ascendieron a **UF 7,0 millones,** inferior respecto de septiembre 2013, consecuente con la política que ha seguido Aconcagua de poner énfasis en capturar mejores márgenes.

- El ***backlog combinado total*** de promesas escriturables al cierre de septiembre 2014 fue **UF 10,9 millones**, de los cuales aproximadamente **UF 4,5 a 5,0 millones** formarían parte de la escrituración del año 2014.

[7] Incluye escrituras en Chile y en el extranjero, de sociedades que consolidan y no consolidan.
[8] Incluye promesas en Chile y en el extranjero, de sociedades que consolidan y no consolidan.

b. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO – ACONCAGUA S.A. ("ACONCAGUA")

El modelo de negocios de Aconcagua comprende la gestión y el desarrollo inmobiliario a través de la filial Inmobiliaria Aconcagua S.A., que tiene amplia presencia a nivel nacional, y en la edificación de proyectos propios y en menor medida de terceros a través de la filial Novatec S.A. Ambas unidades operan bajo la matriz Aconcagua S.A.

- **Inmobiliaria Aconcagua:** es la matriz de empresas ligadas a la gestión y desarrollo de proyectos inmobiliarios, tanto propios como en asociación con terceros. El modelo de negocios de la Compañía se caracteriza por la transversalidad y diversificación de una propuesta innovadora y diferenciada, abarcando todos los segmentos socio-económicos con productos de alta y media densidad (departamentos en altura y 4 pisos, respectivamente), desarrollos residenciales con presencia de equipamientos y usos mixtos, y una distribución geográfica que comprende desde la II a la X Región.

  Parte del negocio inmobiliario comprende la compra y la venta de terrenos, desarrollos comerciales y loteos para terceros. La venta de terrenos urbanizados (macrolotes), se efectúa especialmente en un contexto de desarrollos integrales, que incluyen vivienda, comercio, educación y en general equipamiento. Este proceso inicia con la elección y compra de terrenos de largo desarrollo, a los cuales se incorpora la infraestructura (pavimentación, alcantarillados, alumbrados, soluciones sanitarias, etc.) necesaria para que este genere un producto habilitado para el desarrollo inmobiliario u otro tipo de negocio de similares características. En tales casos, los lotes previamente urbanizados son vendidos para que otra entidad continúe con su desarrollo.

- **Novatec:** presta servicios de construcción de viviendas a Aconcagua, ofreciendo soluciones de primer nivel a lo largo de Chile, mediante una construcción de calidad de acuerdo a las necesidades de los diferentes segmentos; construcción de proyectos en altura o bien de extensión, todos de carácter habitacional. Novatec construye la mayoría de los proyectos donde participa Inmobiliaria Aconcagua S.A., lo que incluye los proyectos con terceros asociados a esta.

- **Noval:** empresa constructora e inmobiliaria enfocada en el segmento de viviendas sociales, viviendas del orden de las UF 1.000, en especial con subsidio habitacional. Su foco es ser una empresa rentable, entregando la mejor relación precio-calidad a sus clientes. A través de esta línea de negocio, Aconcagua administra y gestiona su propia edificación de viviendas, lo que le permite controlar su cadena de suministro en tiempos de entrega y calidad del producto, atenuando así el riesgo operacional.

- **Vertical:** empresa especializada en el desarrollo de oficinas en la cual Aconcagua es socia con Fernández Wood-Vizcaya, otro importante actor del rubro inmobiliario en Chile. Los resultados de esta línea de negocio se registran como participación en asociaciones.

c. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE ACONCAGUA S.A.

i. ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN ACUMULADO DE ACONCAGUA AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

(MM$ de cada periodo)	sep-14	sep-13	Variación	
			MM$	%
Ingresos de actividades ordinarias	156.765	204.610	(47.845)	-23,4%
Ganancia bruta	**16.998**	**27.700**	**(10.702)**	-38,6%
% de los ingresos	10,8%	13,5%		
Otros ingresos	26	(27)	53	-198,1%
Gastos de administración y ventas	(18.033)	(20.333)	2.300	-11,3%
% de los ingresos	-11,5%	-9,9%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades Operacionales	**(1.009)**	**7.341**	**(8.349)**	**-113,7%**
% de los ingresos	-0,6%	3,6%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades No Operacionales:	**(1.202)**	**(4.149)**	**2.947**	**-71,0%**
Otras (pérdidas) ganancias	26	(97)	124	-127,1%
Costos Financieros netos de Ingresos Financieros	(2.857)	(4.988)	2.131	-42,7%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	4.931	2.128	2.804	131,8%
Diferencias de cambio	1.071	147	924	627,9%
Resultados por unidades de reajuste	(4.375)	(1.339)	(3.036)	226,7%
Gasto por impuestos a las ganancias	**2.254**	**(297)**	**2.551**	**-858,4%**
Ganancia Total del período	**43**	**2.894**	**(2.851)**	**-98,5%**
% de los ingresos	0,0%	1,4%		
Ganancia (pérdida), atribuible a Participaciones No Controladoras	729	2.843	(2.113)	-74,3%
Ganancia (pérdida), atribuible a los Propietarios de la Controladora	**(686)**	**52**	**(738)**	**-1424,4%**
% de los ingresos	-0,4%	0,0%		
EBITDA	**4.959**	**10.537**	**(5.579)**	**-52,9%**
% de los ingresos	3,2%	5,1%		

Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** a septiembre 2014 alcanzaron MM$ 156.765, 23% menor al 2013. La distribución de los ingresos se compone de la siguiente manera:

Ingresos por Producto	Sep-14 (MM$)	Sep-13 (MM$)	Var. (MM$)	Var %
Viviendas	75.409	77.433	(2.024)	-2,6%
Casas	45.880	52.263	(6.382)	-12,2%
Departamentos	29.529	25.170	4.359	17,3%
Edificación	71.202	91.961	(20.759)	-22,6%
Proy. Ejecución & Terrenos	4.829	23.637	(18.807)	-79,6%
Otras ventas	5.324	11.579	(6.255)	-54,0%
Total	**156.765**	**204.610**	**(47.845)**	**-23,4%**

La **Ganancia Bruta** ascendió a MM$ 16.998, una disminución de MM$ 10.702 respecto de septiembre 2013. El Margen Bruto se distribuyó en los segmentos del negocio según el siguiente análisis:

Margen % por Producto	Sep-14 %	Sep-13 %
Viviendas	20,4%	23,6%
Proy. Ejecución & Terrenos	41,6%	11,2%
Edificacion	-0,9%	4,1%
Margen % Aconcagua	**10,8%**	**13,5%**

El menor margen bruto porcentual respecto del año anterior se explica principalmente por (i) un mix distinto de ventas entre 2014 y 2013, (ii) los mayores costos de construcción de viviendas (históricos), y (iii) el negocio de Edificación con terceros (no relacionados), que está próximo a terminar.

Los **Gastos de Administración y Ventas** alcanzaron MM$ 18.033 a septiembre 2014, una disminución de MM$ 2.300 (-11,3%) respecto del 2013.

Como resultado de lo anterior, la **Ganancia de Actividades Operacionales** fue de MM$ (1.009), una disminución de MM$ 8.349 respecto de 2013. Esta disminución fue parcialmente compensada por el mayor **Resultado en Actividades No Operacionales**, que ascendió a MM$ 1.202, menor en MM$ 2.947 respecto de septiembre 2013. Este mayor resultado se explica fundamentalmente por un menor Costo Financiero Neto por MM$ 2.131 y por el mayor Resultado de Participaciones en Asociaciones Inmobiliarias por MM$ 2.804 el cual incluye la venta de los proyectos inmobiliarios en Miami. La cuenta Resultado por Unidad de Reajuste varió en MM$ 3.036 respecto al 2013, producto de la mayor inflación.

De acuerdo a lo antes explicado, la **Ganancia Total del Período** ascendió a MM$ 43 a septiembre 2014, una disminución de MM$ 2.851 en relación al año anterior.

La **Ganancia atribuible a los Propietarios de la Controladora** al cierre de septiembre de 2014 fue de MM$ (686), una disminución de MM$ 738 respecto al año anterior.

Aconcagua cerró septiembre 2014 con un **EBITDA** de MM$ 4.959, una disminución de MM$ 5.579 respecto del 2013, explicado por las mismas razones vistas en los párrafos anteriores.

ii. BALANCE GENERAL DE ACONCAGUA AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014

MM$ cada período	sep-14	dic-13	Variación	
			MM$	%
Activos Corrientes, Totales	**350.721**	**336.823**	**13.897**	**4,1%**
Efectivo y equivalentes al efectivo	9.597	2.378	7.219	303,5%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	46.646	47.536	(890)	-1,9%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	18.322	36.699	(18.377)	-50,1%
Inventarios corrientes	263.314	239.295	24.019	10,0%
Materia prima	-	-	-	-
Viviendas terminadas	45.785	49.919	(4.134)	-8,3%
Viviendas en construccion	190.463	163.141	27.322	16,7%
Macrolotes Urbanizados	27.066	26.236	831	3,2%
Otros	12.842	10.915	1.927	17,7%
Activos No Corrientes, Totales	**204.928**	**187.957**	**16.970**	**9,0%**
Inventarios no corrientes (terrenos)	71.505	59.959	11.545	19,3%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	21.287	18.883	2.404	12,7%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	30.306	40.245	(9.939)	-24,7%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2.387	2.262	124	5,5%
Plusvalía	1.057	1.057	0	0,0%
Propiedades, planta y equipo	3.153	3.235	(82)	-2,5%
Propiedad de inversión	57.560	51.172	6.388	12,5%
Otros	17.673	11.144	6.529	58,6%
Activos, Totales	**555.648**	**524.780**	**30.868**	**5,9%**
Pasivos Corrientes, Totales	**255.649**	**216.844**	**38.805**	**17,9%**
Otros pasivos financieros	187.730	158.265	29.465	18,6%
Créditos Construcción	136.843	122.790	14.054	11,4%
Creditos Capital de Trabajo	28.775	21.267	7.508	35,3%
Creditos Estructurados	20.775	13.380	7.395	55,3%
Arriendo Financiero	79	-	-	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	1.258	829	429	51,8%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	37.490	44.774	(7.283)	-16,3%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	5.175	3.138	2.037	64,9%
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Bonos)	10.192	-	10.192	-
Otros pasivos no financieros	11.353	6.875	4.478	65,1%
Otros	3.709	3.792	(83)	-2,2%
Pasivos No Corrientes, Totales	**145.459**	**152.314**	**(6.855)**	**-4,5%**
Otros pasivos financieros	66.884	100.548	(33.664)	-33,5%
Créditos Estructurados	12.985	56.942	(43.957)	-77,2%
Arriendo Financiero	243		-	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	53.656	43.606	10.050	23,0%
Otras cuentas por pagar	329	318	10	3,2%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	2.751	11.776	(9.025)	-76,6%
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Bonos)	68.197	31.498	36.699	116,5%
Pasivo por impuestos diferidos	3.137	2.792	345	12,3%
Otros	4.162	5.382	(1.220)	-22,7%
Pasivos, Totales	**401.107**	**369.158**	**31.950**	**8,7%**
Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora	**132.792**	**131.667**	**1.124**	**0,9%**
Participaciones no Controladoras	**21.749**	**23.956**	**(2.206)**	**-9,2%**
Total Patrimonio Neto	**154.541**	**155.623**	**(1.082)**	**-0,7%**
Patrimonio Neto y Pasivos, Totales	**555.648**	**524.780**	**30.868**	**5,9%**
Deuda Financiera (incluyendo deuda con SalfaCorp)	**333.002**	**290.311**	**42.692**	**14,7%**
Deuda Financiera Neta (incluyendo deuda con SalfaCorp)	**323.406**	**287.932**	**35.473**	**12,3%**
Leverage Total	**2,60**	**2,37**		

Activos

Los **Activos Totales** aumentaron en MM$ 30.868 (+5,9%) respecto a diciembre de 2013.

Los ***Activos Corrientes*** se incrementaron en MM$ 13.897, principalmente por:

- Un aumento de ***efectivo y equivalentes al efectivo*** en MM$ 7.219.
- Una disminución de ***deudores comerciales*** por MM$ 890. A su vez el saldo de cesiones de cartera sin responsabilidad ascendió a MM$ 13.185, nivel inferior al de diciembre 2013 en MM$ 16.184.
- Las ***cuentas por cobrar a entidades relacionadas*** disminuyeron en MM$ 18.377 producto de la recaudación durante el primer trimestre de 2014 de proyectos en ejecución vendidos, en su mayoría al fondo de inversión IM Trust II.
- ***Inventarios corrientes,*** que aumentó en MM$ 24.019, como resultado de un aumento de viviendas en construcción en MM$ 27.322 y una reducción de viviendas terminadas por MM$ 4.134.

Los ***Activos No Corrientes*** aumentaron en MM$ 16.970 que se explica principalmente por un aumento de ***inventarios no corrientes*** por MM$ 11.545, ***otros activos no corrientes*** por MM$ 6.529 (mayor activo por impuestos diferidos) y el aumento de ***propiedades de inversión*** en MM$ 6.388. En contraposición de lo anterior, ***Inversiones en Asociadas*** disminuyó en MM$ 9.939 en gran medida producto de la venta de nuestra inversión en los proyectos inmobiliarios en Miami.

Pasivos

Los **Pasivos Totales** aumentaron en MM$ 31.950 (+8,7%) respecto a diciembre 2013, principalmente por el aumento de créditos de construcción producto de la estacionalidad del negocio inmobiliario y el reemplazo de cesiones de cartera sin responsabilidad por financiamiento de capital de trabajo en MM$ 16.184.

El **Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora** ascendió a MM$ 132.792, un aumento de MM$ 1.124, mientras que la Participación No Controladora disminuyó en MM$ 2.206. En consecuencia de lo anterior, el **Patrimonio Neto Total** disminuyó en MM$ 1.082 al cierre septiembre 2014 respecto de diciembre 2013.

iii. PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS DE ACONCAGUA AL 30 DE SEPTIEMBRE 2014 ([9])

Índices Financieros a Sep-14		sep-14	jun-14	dic-13	sep-13
Liquidez	(veces)	1,37	1,35	1,55	1,44
Endeudamiento	(veces)	2,60	2,59	2,37	3,08
Endeudamiento Neto	(veces)	2,53	2,55	2,36	3,05
Endeudamiento Financiero	(veces)	2,15	2,08	1,87	2,44
Endeudamiento Financiero Neto	(veces)	2,09	2,04	1,85	2,41
(DFN - Créd. Const. - Fin. Terrenos) / EBITDA	(veces)	7,17	8,33	5,04	8,19
EBITDA / Gastos Financieros Netos	(veces)	3,96	2,33	3,54	2,49
Rentabilidad sobre el Patrimonio	%	6,24%	3,49%	6,85%	11,67%

En general los indicadores financieros relevantes de Aconcagua han mostrado una evolución positiva en los últimos 12 meses, especialmente en los indicadores de cobertura y leverage. Esto es consecuencia de la estrategia de negocios de la compañía.

Dado el ciclo de negocios de Aconcagua, es conveniente analizar los indicadores al mismo trimestre del año anterior.

El índice de **Liquidez** al cierre de septiembre 2014 fue 1,37.

A septiembre 2014, el **Endeudamiento** se ubicó en 2,60, cifra inferior septiembre 2013 (3,08).

Análogamente, el **Endeudamiento Financiero Neto** alcanzó niveles de 2,53, inferior a septiembre 2013 (2,41).

Al descontar aquellos financiamientos que no generan gastos financieros en resultados, el indicador Deuda Financiera Neta sobre EBITDA (últimos 12 meses) alcanzó 7,17, vs 8,19 veces a septiembre 2013.

La **Rentabilidad sobre el Patrimonio** al cierre del tercer trimestre de 2014 fue de 6,24%.

---

9 ***Indicadores Generales***
Liquidez se define como la razón entre las cuentas Activos Corrientes Totales y Pasivos Corrientes Totales.
Endeudamiento se define como la razón entre la suma de las cuentas Pasivos Corrientes Totales y Pasivos no Corrientes Totales y, Patrimonio Total.
Endeudamiento Financiero se define como la razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes, Otros Pasivos Financieros no Corrientes y la deuda financiera con SalfaCorp y, Patrimonio Total.
Endeudamiento Financiero Neto se define como la razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes, Otros Pasivos Financieros no Corrientes y la deuda financiera con SalfaCorp menos Caja y Equivalentes y, Patrimonio Total.
Deuda Financiera Neta/EBITDA: se define como la razón entre la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros no Corrientes menos Caja y Equivalentes y, la suma de Ganancia Bruta, Otros Ingresos por Función, Costos de Distribución, Gastos de Administración, Otros Gastos por Función y el Resultado de Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos. Cifras de EBITDA corresponden a los últimos 12 meses.
(DFN - Créd. Const. - Fin. Terrenos) / EBITDA: se define como el mismo indicador anterior excluyendo aquella deuda que no generan gastos financieros en resultados, es decir los Créditos de Construcción y Pasivos por Opciones de Terrenos
Rentabilidad sobre Patrimonio se define como la razón entre la cuenta Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora para los últimos doce meses y el Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora.

d. Oferta, Proyectos, Demanda e Ingresos (Consolidados)

A continuación se presenta información complementaria que corresponde a datos operacionales y consolidados del negocio inmobiliario.

Es importante mencionar que esta información corresponde a estimaciones de Aconcagua a la fecha de cierre de estos Estados Financieros y que la Administración puede modificar en función de los cambios que puedan surgir del mercado.

i. Información sobre la oferta actual y oferta potencial

La tabla a continuación muestra el stock, que corresponde a inmuebles disponibles para la venta al cierre de junio 2014. El stock potencial corresponde a inmuebles valorizados a su precio de venta original, que estarán disponibles para ser vendidos dentro de los próximos 12 meses. Cabe destacar la disminución del stock disponible (en unidades) en un 27% en comparación a junio de 2013.

Tipo Proy	sep-14				sep-13	
	Stock M$	Stock Unidades	Stock Potencial M$	Stock Potencial Unidades	Stock M$	Stock Unidades
Propios						
Casas	30.563.513	359	30.647.089	674	11.411.954	183
Departamentos	10.868.038	279	43.920.303	756	14.165.706	317
Total propios	**41.431.551**	**638**	**74.567.392**	**1.430**	**25.577.661**	**500**
Consorcios						
Casas	4.720.375	27	25.134.741	209	2.371.489	21
Departamentos	2.354.596	26	30.588.569	336	278.646	6
Total Consorcios	**7.074.970**	**53**	**55.723.309**	**545**	**2.650.135**	**27**
Total						
Casas	35.283.888	386	55.781.830	883	13.783.443	204
Departamentos	13.222.633	305	74.508.872	1.092	14.444.353	323
Total general	**48.506.522**	**691**	**130.290.702**	**1.975**	**28.227.796**	**527**

Del stock disponible y potencial por 2.666 unidades (691+1.975) que se muestran en la tabla anterior, el Backlog actual y potencial de promesas al cierre de septiembre 2014 alcanzó las 1.166 unidades (239+927), según la tabla de más abajo, equivalentes al 44% del stock potencial más el stock disponible.

Tipo Proy	sep-14				sep-13	
	Backlog M$	Backlog Unidades	Backlog del Stock Potencial M$	Backlog del Stock Potencial Unidades	Backlog M$	Backlog Unidades
Propios						
Casas	15.066.835	205	14.360.746	291	5.160.260	91
Departamentos	800.868	19	31.292.424	427	3.185.922	85
Total propios	**15.867.703**	**224**	**45.653.170**	**718**	**8.346.182**	**176**
Consorcios						
Casas	1.637.886	9	14.703.292	132	1.620.610	14
Departamentos	367.900	6	5.214.637	77	185.764	4
Total Consorcios	**2.005.787**	**15**	**19.917.929**	**209**	**1.806.374**	**18**
Total						
Casas	16.704.721	214	29.064.038	423	6.780.870	105
Departamentos	1.168.768	25	36.507.061	504	3.371.686	89
Total general	**17.873.490**	**239**	**65.571.099**	**927**	**10.152.556**	**194**

Del stock disponible, 239 unidades se encuentran promesadas, según la tabla anterior.

ii. INFORMACIÓN SOBRE LA OFERTA FUTURA

PERMISOS DE EDIFICACIÓN

Corresponden a permisos para obras no iniciadas, es decir no incluye los proyectos en ejecución. Los metros cuadrados indicados sólo consideran edificación y no terrenos.

Permisos en m2	sep-14	sep-13
Propio		
Casas	3.395	20.542
Departamentos	0	0
Oficinas	0	0
Otros	0	0
Total propios	**3.395**	**20.542**
Consorcio		
Casas	0	0
Departamentos	0	0
Oficinas	0	0
Otros	0	0
Total Consorcios	**0**	**0**
Total		
Casas	3.395	20.542
Departamentos	0	0
Oficinas	0	0
Otros	0	0
Total general	**3.395**	**20.542**

SALDOS POR EJECUTAR (BACKLOG) DE OBRAS EN CONSTRUCCIÓN

Corresponden a proyectos propios ya iniciados y en donde no se consideran aquellos que son ejecutados por orden de un mandante.

Estos proyectos incluyen lagunas y otras obras de largo alcance, considerados en "Otros".

Backlog	sep-14	sep-13
	M$	M$
Casas	5.227.902	19.499.584
Edificio	10.978.158	30.830.845
Oficinas	0	
Otros	1.554.784	3.273.941
Total Propios	**17.760.844**	**53.604.370**
Casas	836.737	11.084.945
Edificio	2.871.516	7.489.946
Oficinas	0	
Otros	401.385	2.291.323
Total Consorcios	**4.109.637**	**20.866.214**
Casas	6.064.639	30.584.529
Edificio	13.849.673	38.320.791
Oficinas	0	0
Otros	1.956.169	5.565.264
Total general	**21.870.481**	**74.470.584**

iii. INFORMACIÓN SOBRE LA DEMANDA

MONTOS Y UNIDADES VENDIDAS O FACTURADAS

Las cifras a continuación están contenidas en los Ingresos de Actividades Ordinarias de Aconcagua:

Inmueble	sep-14			sep-13		
	Facturado M$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF	Facturado M$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF
Propio						
Casas	36.736.709	534	2.892	38.489.583	638	2.636
Departamentos	16.228.550	375	1.817	11.337.165	294	1.681
Oficinas						
Otros						
Total propios	**52.965.260**	**909**	**2.449**	**49.826.748**	**932**	**2.335**
Consorcio						
Casas	9.143.746	65	5.905	13.773.305	166	3.631
Departamentos	13.300.440	179	2.617	13.833.088	252	2.398
Oficinas						
Otros						
Total Consorcios	**22.444.186**	**244**	**3.870**	**27.606.393**	**418**	**2.887**
Total						
Casas	45.880.455	599	4.100	52.262.889	804	2.841
Departamentos	29.528.990	554	2.305	25.170.253	546	2.012
Oficinas						
Otros						
Total general	**75.409.445**	**1.153**	**2.749**	**77.433.141**	**1.350**	**2.506**

Inmueble	Rango	sep-14			sep-13		
		Facturado M$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF	Facturado M$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF
Propio							
Casas	< 1.000 UF				62.582	3	908
	1.000 - 2.000 UF	7.575.353	201	1.588	12.442.364	352	1.544
	2.000 - 4.000 UF	14.395.193	215	2.818	12.812.340	192	2.917
	4.000 - 6.000 UF	12.767.424	108	4.956	6.845.110	66	4.526
	6.000 - 9.000 UF	1.077.708	7	6.461	1.212.736	6	8.848
	> 9.000 UF	921.031	3	13.000	5.114.452	19	11.760
Total Casas propias		**36.736.709**	**534**	**2.892**	**38.489.583**	**638**	**2.636**
Departamentos	< 1.000 UF	741.791	35	899	862.311	40	941
	1.000 - 2.000 UF	7.782.365	223	1.461	6.447.796	192	1.466
	2.000 - 4.000 UF	7.010.312	111	2.660	3.445.077	56	2.678
	4.000 - 6.000 UF	496.296	5	4.148	581.981	6	4.201
	6.000 - 9.000 UF	197.786	1	8.184	0	0	0
	> 9.000 UF	0	0	0	0	0	0
Total Deptos propios		**16.228.550**	**375**	**1.817**	**11.337.165**	**294**	**1.681**
Total propios		**52.965.260**	**909**	**2.449**	**49.826.748**	**932**	**2.335**
Consorcio							
Casas	< 1.000 UF	0	0	0	0	0	0
	1.000 - 2.000 UF	0	0	0	0	0	0
	2.000 - 4.000 UF	349.641	4	3.665	7.588.186	117	2.837
	4.000 - 6.000 UF	4.216.668	36	4.964	3.846.876	35	4.811
	6.000 - 9.000 UF	4.360.534	24	7.560	2.338.243	14	7.310
	> 9.000 UF	216.903	1	9.000	0	0	0
Total Casas Consorcios		**9.143.746**	**65**	**5.905**	**13.773.305**	**166**	**3.631**
Departamentos	< 1.000 UF	0	0	0	0	0	
	1.000 - 2.000 UF	314.917	7	1.886	1.547.662	37	1.829
	2.000 - 4.000 UF	8.022.334	129	2.612	12.285.426	215	2.496
	4.000 - 6.000 UF	4.518.621	40	4.786	0	0	0
	6.000 - 9.000 UF	444.569	3	6.311	0	0	0
	> 9.000 UF	0	0	0	0	0	0
Total Deptos Consorcios		**13.300.440**	**179**	**3.131**	**13.833.088**	**252**	**2.398**
Total Consorcios		**22.444.186**	**244**	**3.870**	**27.606.393**	**418**	**2.887**
Total							
Casas	< 1.000 UF	0	0	0	62.582	3	908
	1.000 - 2.000 UF	7.575.353	201	1.588	12.442.364	352	1.544
	2.000 - 4.000 UF	14.744.833	219	2.833	20.400.525	309	2.887
	4.000 - 6.000 UF	16.984.092	144	4.958	10.691.986	101	4.625
	6.000 - 9.000 UF	5.438.242	31	7.312	3.550.979	20	7.771
	> 9.000 UF	1.137.934	4	12.000	5.114.452	19	11.760
Total Casas		**45.880.455**	**599**	**3.219**	**52.262.889**	**804**	**2.841**
Departamentos	< 1.000 UF	741.791	35	899	862.311	40	941
	1.000 - 2.000 UF	8.097.282	230	1.474	7.995.458	229	1.525
	2.000 - 4.000 UF	15.032.646	240	2.634	15.730.503	271	2.533
	4.000 - 6.000 UF	5.014.917	45	4.715	581.981	6	4.201
	6.000 - 9.000 UF	642.354	4	6.779	0	0	
	> 9.000 UF	0	0	0	0	0	
Total Deptos		**29.528.990**	**554**	**2.242**	**25.170.253**	**546**	**2.012**
Total		**75.409.445**	**1.153**	**2.749**	**77.433.141**	**1.350**	**2.506**

MONTOS Y UNIDADES PROMESADAS Y DESISTIDAS

Corresponden a las promesas de compraventa firmadas durante el período y que posteriormente formarían parte de los ingresos de actividades ordinarias de Aconcagua. Las promesas desistidas corresponden a las promesas de compraventa desistidas durante el período, aunque no necesariamente fueron firmadas durante el mismo período.

Inmueble	Sep-14				Sep-13			
	Promesas Brutas M$	Unidades Promesadas Brutas	Promesas Desistidas M$	Unidades Promesas Desistidas	Promesas Brutas M$	Unidades Promesadas Brutas	Promesas Desistidas M$	Unidades Promesas Desistidas
Propio								
Casas	60.973.611	780	(9.231.706)	(107)	57.493.804	839	(12.869.834)	(211)
Departamentos	32.053.489	562	(3.670.325)	(79)	33.350.497	867	(2.728.297)	(61)
Oficinas								
Otros								
Total propios	**93.027.100**	**1.342**	**(12.902.031)**	**(186)**	**90.844.301**	**1.706**	**(15.598.131)**	**(272)**
Consorcio								
Casas	14.180.102	129	(2.702.686)	(20)	14.240.354	144	(5.598.905)	(64)
Departamentos	7.024.749	98	(1.327.404)	(20)	13.696.768	224	(1.882.358)	(34)
Oficinas								
Otros								
Total Consorcios	**21.204.852**	**227**	**(4.030.090)**	**(40)**	**27.937.121**	**368**	**(7.481.263)**	**(98)**
Total								
Casas	75.153.713	909	(11.934.392)	(127)	71.734.158	983	(18.468.739)	(275)
Departamentos	39.078.238	660	(4.997.729)	(99)	47.047.265	1.091	(4.610.655)	(95)
Oficinas								
Otros								
Total general	**114.231.951**	**1.569**	**(16.932.121)**	**(226)**	**118.781.423**	**2.074**	**(23.079.394)**	**(370)**

Es importante mencionar que Aconcagua informa al mercado los volúmenes de promesas netas de desistimientos. A septiembre 2014 el nivel de desistimientos disminuyó desde 17,8% a 14,4%.

iv. Indicadores relativos a la Evolución de la Demanda

Meses para agotar Stock

Los meses para agotar stock corresponden al cuociente entre Unidades en Stock Disponible (unidades disponibles para su venta al cierre del período) y Unidades Vendidas (número promedio de unidades vendidas de los últimos 3 meses).

	sep-14			sep-13		
	Stock Disponible (Unidades)	Venta Prom. 3T (Unidades)	Meses para Agotar Stock	Stock Disponible (Unidades)	Venta Prom. 3T (Unidades)	Meses para Agotar Stock
Propios						
Casas	359	38,3	**9,4**	183	40,7	**4,5**
Departamentos	279	41,0	**6,8**	317	30,3	**10,5**
Consorcios						
Casas	27	8,0	**3,4**	21	3,0	**7,0**
Departamentos	26	7,3	**3,5**	6	19,0	**0,3**
Total						
Casas	386	46,3	**8,3**	204	43,7	**4,7**
Departamentos	305	48,3	**6,3**	323	49,3	**6,5**

Los meses para agotar stock de total de casas aumentaron respecto a septiembre de 2013, y en los de departamentos se mantuvo similar. En el caso de las casas, el aumento es debido a un mayor stock disponible de proyectos.

Velocidad de Ventas

Este indicador se mide como el cuociente entre Ventas (escrituras del último trimestre) y Stock Disponible (inmuebles disponibles para la venta al cierre del período), ambos valorizados a su valor comercial (en UF).

	sep-14			sep-13		
	Stock Disponible (UF)	Venta 3T (UF)	Velocidad de Ventas	Stock Disponible (UF)	Venta 3T (UF)	Velocidad de Ventas
Propios						
Casas	584.240	368.576	**0,6**	1.044.625	315.046	**0,3**
Departamentos	682.721	236.150	**0,3**	590.110	179.639	**0,3**
Consorcios						
Casas	65.063	171.599	**2,6**	382.989	31.398	**0,1**
Departamentos	338.877	60.438	**0,2**	219.921	155.672	**0,7**
Total						
Casas	649.304	540.174	**0,8**	1.427.614	346.444	**0,2**
Departamentos	1.021.598	296.588	**0,3**	810.031	335.311	**0,4**

Para la velocidad de ventas de casas, el aumento se debió principalmente al menor stock disponible. En tanto para departamentos, la velocidad de venta se mantuvo similar a septiembre 2013.

III. 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 (a través de Salfa Ingeniería y Construcción S.A. y filiales), y al desarrollo de proyectos inmobiliarios, edificación de viviendas y proyectos no habitacionales (a través de Aconcagua S.A. y filiales).

SalfaCorp S.A. enfrenta distintos requerimientos de su variedad de productos y servicios, 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 y Servicios Relacionados, Túneles, Perforaciones y Tronaduras: la demanda para estas especialidades es una demanda derivada y responde principalmente a factores como los precios de los commodities, innovaciones tecnológicas, crecimiento de infraestructura productiva privada y pública (energía, puertos, recursos hídricos, minería, celulosa, etc.).

- Obras Civiles y Edificación Habitacional y No Habitacional: 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 y Desarrollo Inmobiliario: esta demanda está 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 Tipo de Cambio

Surge de la probabilidad de sufrir pérdidas por fluctuaciones en los tipos de cambio de las monedas en las que están denominados los activos, pasivos y flujos operacionales.

La Compañía puede verse afectada por variaciones en el tipo de cambio en el caso de contratos con obligaciones o derechos expresados en moneda extranjera, 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, por lo que se ha determinado como política mantener un equilibrio entre los flujos operacionales y los flujos de los pasivos financieros, con el objetivo de minimizar la exposición al riesgo de variaciones en el tipo de cambio.

En el caso de las operaciones internacionales (Perú y Colombia), tanto los ingresos como el financiamiento se encuentran en monedas del país de operación o con cláusulas de cobertura por posibles variaciones de tipo de cambio si eventualmente se negocian los contratos en otras monedas.

En aquellos casos en que se prevé un riesgo cambiario, la Compañía tiene como política (i) mantener sus balances generales calzados naturalmente entre activos y pasivos en sus distintas monedas, (ii) cualquier descalce relevante que permanezcan en el balance general se cubrirá con instrumentos derivados y/o con una estructura de financiamiento ad-hoc y (iii) cubrir flujos por contratos y/o cobertura de flujo y (iv) traspasar el impacto en costo de dichos riesgo cambiario a precios de venta.

Riesgo de Tasas de Interés

Se refiere a variaciones de las tasas de interés que afectan el valor de los flujos futuros referenciados a tasa de interés variable y, a las variaciones en el valor razonable de los activos y pasivos referenciados a tasa de interés fija que son contabilizados a valor razonable.

En el caso particular de la Compañía - inserta en la industria de la construcción - las tasas de interés afectan 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.

La gestión del riesgo de tasa de interés al interior de la Compañía permite equilibrar la estructura de deuda (corriente y no corriente), disminuyendo los costos motivados por fluctuaciones de tasas de interés y de esta forma, reducir la volatilidad en los resultados de la Compañía. En base a las necesidades de financiamiento de la Compañía y estimaciones de posibles variaciones que pudieran afectar el desempeño de la Compañía, la volatilidad de este riesgo se reduce mediante la adopción de deudas con tasas fijas, o en su defecto, mediante el uso de derivados financieros (swap de tasas) que cambian tasas variables por fijas.

Riesgo de Precio en Insumos

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 de 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, a lo que se suma una política comercial de fijar los precios de los contratos de construcción mayoritariamente en U.F. Mientras en el rubro inmobiliario, los precios de venta de las viviendas generalmente están indexados a la unidad de fomento, lo que está en línea con el alza en los precios de los insumos.

Riesgo de Crédito

Este riesgo está referido a la capacidad de terceros de cumplir con sus obligaciones financieras con SalfaCorp. Este riesgo hace referencia a la incertidumbre financiera, a distintos horizontes de tiempo, relacionada con el cumplimiento de obligaciones suscritas por contrapartes, al momento de ejercer derechos contractuales para recibir efectivo u otros activos financieros.

Los riesgos de crédito que enfrenta la Compañía están dados por la composición de su cartera de cuentas por cobrar y su cartera de inversiones financieras.

En el caso de inversiones financieras, la Compañía posee una cartera de inversiones financieras producto de los excedentes propios de la gestión del flujo de efectivo, lo que significa plazos de inversión, menores a los 30 días. Para gestionar este riesgo de crédito, la administración ha establecido una política de inversiones en instrumentos de renta fija, y en entidades financieras de bajo riesgo.

En el caso de la cartera de cuentas por cobrar, el riesgo de crédito proviene fundamentalmente de la unidad de Ingeniería y Construcción, en la cual los ingresos se encuentran más concentrados y son de un mayor volumen. Para mitigar este riesgo, la Compañía 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.

Como procedimiento antes de la firma de un contrato, se verifica la disponibilidad de los recursos del cliente para solventar la obra y su liquidez para enfrentar mayores costos en los proyectos. Adicionalmente, la Compañía administra estas exposiciones mediante la revisión y evaluación permanente de la capacidad de pago de sus clientes, basada en información de varias fuentes alternativas y mediante la transferencia del riesgo, utilizando para ellos el descuento de cartera sin responsabilidad. En el caso que se perciba un riesgo crediticio se intermedia con el sistema financiero parte de este.

En la unidad de negocio inmobiliaria, el riesgo de crédito es menor en comparación al caso anterior, en la medida que la venta solo se reconoce con la firma de la escritura.

Riesgo de Liquidez

Está asociado a la capacidad de la Compañía para amortizar o refinanciar a precios de mercado razonables los compromisos financieros adquiridos, y a su capacidad para ejecutar sus planes de negocios con fuentes de financiamiento estables.

La exposición al riesgo de liquidez por parte de SalfaCorp S.A. se encuentra presente en sus obligaciones con el público, bancos e instituciones financieras, acreedores y otras cuentas por pagar. Estos podrían surgir a partir de la incapacidad de SalfaCorp S.A. para responder a aquellos requerimientos netos de efectivo que sustentan sus operaciones, tanto bajo condiciones normales como también excepcionales.

La Compañía administra el riesgo de liquidez a nivel consolidado en base a políticas definidas por la Gerencia de Administración y Finanzas Corporativa, siendo la principal fuente de liquidez los flujos de efectivo provenientes de sus actividades operacionales. La Compañía también emite instrumentos de deuda y patrimonio en el mercado de capitales, mantiene líneas de financiamiento no utilizadas, y efectivo y equivalentes al efectivo disponible para cumplir con sus obligaciones de corto y largo plazo al momento de su vencimiento.

Adicionalmente utiliza diversos vehículos de financiamiento para cubrir sus necesidades de corto plazo y de liquidez, entre ellos financiamientos con bancos a través de líneas de crédito de capital de trabajo, leasings y financiamiento de comercio exterior. Asimismo es Política de la Compañía obtener recursos mediante cesiones de cartera (de facturas o escrituras), las cuales se realizan en su mayoría sin responsabilidad para la Compañía.

Continuamente, se efectúan proyecciones de flujos de caja y análisis de la situación financiera y expectativas del mercado de deuda y capitales, para evaluar los requerimientos de capital y en esa eventualidad, contratar nuevos financiamientos o reestructurar créditos existentes a plazos que sean coherentes con la capacidad de generación de flujos de los negocios en que participa la Compañía. Junto con esto, se han definido políticas estructurales de balance e indicadores de administración de activos, tales como indicadores mínimos de liquidez, nivel de endeudamiento y estructura de financiamiento de sus activos, las cuales van asociadas al plazo de retorno de sus activos.

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 y servicios 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 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, una propuesta de valor diferenciada e integral a sus clientes, 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. Asimismo SalfaCorp S.A. tiene como política tener dentro de sus activos fijos al menos el 50 % de la maquinaria definida como estratégica para el desarrollo de su negocio (grúas y equipos de alto tonelaje) con el fin de mitigar los posibles incumplimientos de los contratos de montaje industrial donde estos equipos son fundamentales para el cumplimiento de los plazos y los costos de su ejecución.

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.

IV. 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

a. ANÁLISIS DEL ENTORNO ECONÓMICO

En relación a la **actividad local**, según las últimas cifras preliminares publicadas por el Banco Central, el Imacec creció 1,4% a/a en septiembre. Con esto, la actividad económica acumula un crecimiento de 1,7% a septiembre de 2014, crecimiento menor al 4,6% a/a observado en el mismo periodo de año pasado.

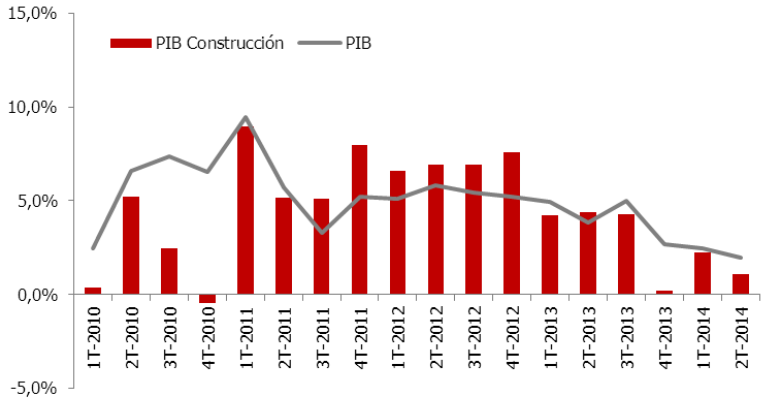
En relación a la **inflación**, según las últimas cifras publicadas por el INE, el IPC registró una variación mensual de 0,8% en septiembre, acumulando un 4,0% en lo que el año 2014 y 4,9% en los últimos 12 meses.

En su reunión mensual de política monetaria del mes de octubre de 2014, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la **tasa de interés** de política monetaria en 25 puntos base a 3,0% anual. A su vez, la entidad indica que se evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de la TPM de acuerdo a la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

b. ANÁLISIS DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN

Según la última información publicada por el Banco Central, en el segundo trimestre de 2014, el PIB de Chile creció un 1,9% respecto de igual período del año anterior. En tanto, el PIB del sector construcción aumentó en 1,1% respecto del mismo trimestre del año anterior, lo que resulta en un crecimiento en los últimos doce meses de 1,9%, mientras que el de la economía en su conjunto creció un 3,0%.

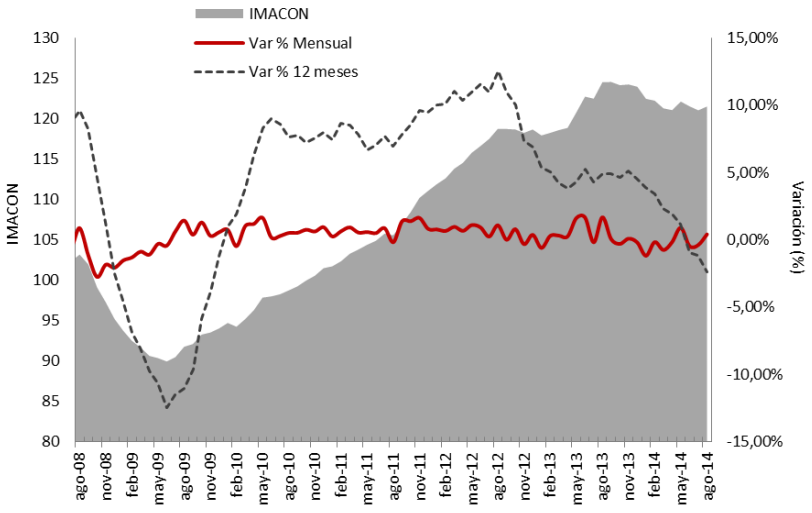
Evolución del PIB de Chile vs PIB Construcción



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

En lo más reciente, el **Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON)** – informado por la Cámara Chilena de la Construcción - anotó un decrecimiento de -2,4% en el mes de agosto de 2014 respecto de igual mes de 2013. De este modo, la actividad sectorial acumuló una disminución de -0,8% durante los primeros nueve meses de 2014.

Evolución Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) a Agosto de 2014



Fuente. Cámara Chilena de la Construcción, en base a última información disponible.

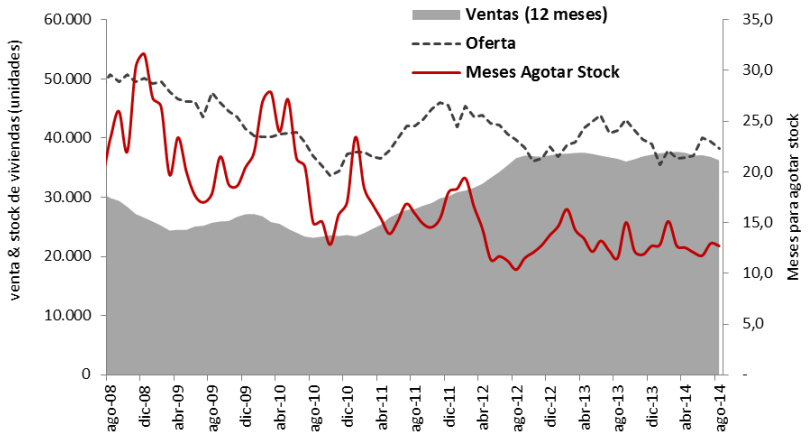
Mercado Inmobiliario:

En términos de oferta y demanda inmobiliaria, según la última información que reportó la Cámara Chilena de la Construcción la venta de viviendas en el Gran Santiago[10] entre enero y agosto de 2014 registró una disminución de -3,8% respecto del mismo período de 2013. Esto significa que durante ese período se comercializaron 23.575 unidades, correspondientes a 6.391 casas y 17.184 departamentos.

Con ello, el stock de viviendas en el Gran Santiago llegó en el mes de agosto a un promedio de 37.667 unidades disponibles para la venta - con una composición de 7.503 de casas y 30.164 de departamentos. Los meses para agotar stock al mes de agosto llegaron a 12,8 ubicándose por debajo del promedio histórico de los últimos años.

10 El mercado de Gran Santiago representa en torno a 50% de las ventas y stock disponible del mercado nacional.

Oferta y Venta de Viviendas - Meses para Agotar Stock



Fuente. Cámara Chilena de Construcción, según última información disponible.

c. PRINCIPALES COMPETIDORES Y PARTICIPACIÓN RELATIVA DE LA COMPAÑÍA

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 servicios asociados a la minería, 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 y Vial y Vives, entre otros. Se destaca que los competidores mencionados operan en los distintos negocios del área de Ingeniería y Construcción.

Según estimaciones de la Compañía, en base a ventas de SalfaCorp S.A. en el mercado local y la inversión en construcción informada por la Cámara Chilena de la Construcción, la participación de mercado[11] que la Compañía mostraba a diciembre de 2013 ascendía cercano a 6,5%.

En el área Inmobiliaria, entre los principales competidores de SalfaCorp S.A. se encuentran Brotec – Icafal, Enaco, Fernandez Wood, Guzmán Larraín, Imagina, Siena, 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. Sobre la base del nivel de escrituración alcanzado, y las cifras del Conservador de Bienes Raíces a nivel nacional, se puede estimar una participación de mercado de Aconcagua S.A. cercano a 7,5%[12].

11 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.

12 Participación de mercado disponible a septiembre de 2013 Monto informado corresponde a la suma de escrituras de proyectos propios y en asociación con terceros.