

ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

El presente informe ha sido preparado para el período terminado al 31 de diciembre 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") y representa la suma de los Estados Financieros de sus segmentos de operación (Unidades de Negocio ICESA y Aconcagua), descritos en el Anexo I.

I. Análisis SalfaCorp S.A.

a. RESUMEN EJECUTIVO

- ❖ Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** a diciembre de 2014 alcanzaron **MM\$ 863.179**, inferior en **MM\$ 196.535** (-18,5%) respecto al 2013. Del total de ingresos Salfa Ingeniería y Construcción S.A. ("ICSA") contribuyó con MM\$ 599.709 (-19,5%) y Aconcagua S.A. ("Aconcagua") con MM\$ 267.274 (-18,7%). La disminución de ingresos se dio en parte como consecuencia de reducir líneas de menores márgenes, en particular en Aconcagua que descontinuó la línea de edificación a terceros no relacionados; esto explica 3% del menor ingreso en SalfaCorp y 10% en Aconcagua. Adicionalmente el 2014 fue un año de menor actividad económica en Chile, que se reflejó en un Imacec que se contrajo desde un 4,1% el 2013 a 1,8% el 2014. Asimismo, en la industria, el PIB construcción se contrajo desde 5,1% el 2013 a 0,8% el 2014 y la venta de viviendas en el Gran Santiago registró una disminución de 6,7% interanual.
- ❖ Los ingresos en **ICSA** del 2014 reflejaron una mayor ganancia bruta así como un mayor margen bruto porcentual sobre los ingresos respecto del 2013, de acuerdo a la estrategia de negocios de esta Unidad. En el caso de **Aconcagua**, los ingresos inmobiliarios se mantuvieron similares al 2013. La línea de edificación se redujo ostensiblemente tal como estaba contemplado. El ingreso por venta de proyectos y terrenos disminuyó pero con una mejor contribución respecto del 2013. Como se explicará en adelante tanto la ganancia bruta como el margen de Aconcagua del 2014 tuvo un mejor desempeño comparado al ejercicio anterior.
- ❖ La **Ganancia Bruta** fue MM\$ 105.402, un aumento de MM\$ 4.202 (+4,2%), respecto al año anterior. El margen bruto del 2014 fue 12,2%, superior al 9,5% del 2013.
- ❖ Los **Gastos de Administración y Ventas** alcanzaron MM\$ 51.027, una disminución de MM\$ 6.243 respecto del 2013, fruto del permanente esfuerzo de la Compañía por bajar estos gastos.
- ❖ En consecuencia, la **Ganancia Operacional** fue MM\$ 55.316, mayor en MM\$ 8.447 (+18,2%) respecto del 2013.
- ❖ El resultado de **Participación en Asociadas**, fue MM\$ (2.342), inferior en MM\$ 9.446 comparado al 2013. Mientras Aconcagua tuvo un mejor desempeño respecto al 2013, ICESA reconoció un deterioro por una sola vez en este ítem producto del reconocimiento de pérdidas sobre el Consorcio Hospital de Talca, Consorcio Cheves (Tecsá Perú) y dos obras en Colombia.
- ❖ La **Pérdida de Actividades No Operacionales** fue MM\$ (22.384) versus MM\$ (11.785) del 2013, la cual se explica en parte por la **Participación en Asociadas** mencionada en el punto anterior. Adicionalmente, la **Carga Financiera** (Gastos Financieros Netos, más Diferencia de Cambio más Unidades de Reajuste) aumentó en MM\$ 865. Este aumento reconoce la disminución del gasto financiero en MM\$ 3.750 y el inusual aumento del gasto por Unidad de Reajuste en MM\$ 7.194. Esto último se explica por la mayor inflación del 2014, donde la variación de la UF fue 5,6% vs 2,1% el 2013.
- ❖ La **Ganancia Total del período** 2014 alcanzó **MM\$ 29.699**, nivel muy similar a la del 2013.
- ❖ La **Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora** fue **MM\$ 22.300**, menor en MM\$ 2.733 respecto de 2013, influenciada por el mayor impacto por una sola vez del menor Resultado en Asociadas por MM\$ 9.446 y por la Unidad de Reajuste en MM\$ 7.194 en relación al año 2013.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



- ❖ El **EBITDA**¹ del 2014 fue de **MM\$ 68.782**, similar al año anterior.
- ❖ La **Generación Operacional de Caja** ascendió a **MM\$ 95.825**. Adicionalmente la **Inversión, fue MM\$ (6.851) frente a MM\$ (105.869)** en el 2013, debido a la decisión de la Compañía de mejorar la rotación de su capital empleado y rentabilizar su plan de inversiones, en particular en el negocio inmobiliario.
- ❖ Debido a lo anterior, la **Deuda Financiera Neta disminuyó en MM\$ 30.799** al cierre de 2014, y el saldo de **Cesiones de Cartera sin Responsabilidad disminuyó en MM\$ 17.848**, generando una reducción total de **MM\$ 48.647**. Adicionalmente, durante el año 2014 la Compañía contrató nuevos financiamientos de modo de re-perfilar la estructura de vencimientos de los pasivos financieros de corto plazo.
- ❖ En ICSA, el **Saldo de Obras por Ejecutar (Backlog) combinado** a diciembre 2014, ascendió a **MM\$ 530.293**, un aumento de 26% sobre septiembre 2014. El 32% del backlog total representa ingresos recurrentes.
- ❖ A diciembre 2014, las **Propuestas Presentadas y en Estudio** alcanzaron aproximadamente **MM\$ 2.600.000** comparado con los aproximadamente **MM\$ 1.700.000** al cierre de 2013.
- ❖ Las **escrituras de compraventa combinadas**² del negocio de viviendas de Aconcagua, ascendieron a **UF 10,8 millones**, en línea con lo presupuestado por la Compañía para el 2014.
- ❖ El **backlog combinado total de promesas escriturables** al cierre de diciembre 2014 fue **UF 8,0 millones**, de los cuales UF 6,0 millones formarían parte de la escrituración de 2015, a lo que se le sumaría el backlog de promesas generadas durante el mismo período.

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.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



b. HECHOS DESTACADOS DEL AÑO 2014

Impacto de la 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 2015, a un 24% para el 2016, a un 25,5% para el 2017 y a un 27% a contar del 2018.

El impacto de dicha reforma en los Estados Financieros Consolidados de SalfaCorp se expresa principalmente en las cuentas de Impuestos Diferidos y en el Impuesto a la Renta, como se explica a continuación:

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 a diciembre de 2014 por M\$ 4.911.736 y un aumento en los pasivos diferidos por M\$ 4.434.370, lo que no representa un efecto significativo en el Patrimonio de la compañía.

A su vez, se ha procedido a calcular y contabilizar la renta líquida imponible con una tasa del 21% para el ejercicio comercial 2014. El cargo a resultados por impuesto a las ganancias asciende a M\$ 3.233.041 para el ejercicio 2014 (cargo de M\$ 5.203.564 para el 2013).

Enajenación de Proyectos Inmobiliarios en Miami

Durante el tercer trimestre de 2014, Aconcagua vendió su participación en los proyectos inmobiliarios que estaba desarrollando en Miami desde hace tres años junto con terceros. Esta decisión descansa en el debido análisis de la operación en Miami, donde luego de generar valor debido a la oportuna adquisición de terrenos, concluimos que a largo plazo no tendríamos ventajas competitivas en este país. En el análisis anterior, también se consideró 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 MUS\$16.000, la cual ingresó hacia fines de Octubre 2014.

Desarrollo Inmobiliario en Antofagasta

La presencia de Aconcagua en la región de Antofagasta data de más de 10 años, en sociedad con la Familia Kútulas. Actualmente cuenta con varios proyectos y aproximadamente 300 hectáreas de terrenos en la zona de La Portada (al norte de La Chimba), sobre los cuales a comienzos del 2014 entró en vigencia el nuevo Plan Regulador que permite su desarrollo urbano.

Durante el año 2014 la Compañía ha potenciado su plan de desarrollo inmobiliario en Antofagasta, que consiste en dos grandes ejes:

- (i) El financiamiento del Plan de Inversiones en Infraestructura para los próximos 5 años, sobre el 25% de la superficie de terrenos. Este plan de inversiones asciende a UF 1 millón.
- (ii) La incorporación de segundos operadores, que de manera simultánea, desarrollen proyectos inmobiliarios complementarios a los proyectos propios de Aconcagua.

El avance concreto sobre estas iniciativas ha sido el siguiente:

Respecto del financiamiento del Plan de Inversiones en Infraestructura en Antofagasta: la Compañía ha decidido abordar este plan mediante un aumento de capital sobre las sociedades dueñas de los terrenos en Antofagasta. Para tal efecto se ha creado, a diciembre de 2014, un vehículo societario ad hoc (Inmobiliaria Nueva La Portada S.A. - "Nueva ILP"). Esta sociedad quedó constituida con los actuales terrenos y se le aportaron nuevos terrenos que anteriormente eran de propiedad de la Familia Kútulas, con su respectivo pacto de accionistas. Así, Nueva ILP es una sociedad donde Aconcagua tiene el control conjunto (o co-control) con la Familia Kútulas.

Respecto de la incorporación de segundos operadores, durante el cuarto trimestre de 2014, Aconcagua, materializó la venta de 14 hectáreas a un operador inmobiliario de la zona norte del país. Al mismo tiempo, Aconcagua retuvo una participación de 25% sobre este proyecto. La venta de este terreno está reflejada en la línea de negocios de terrenos.

Por último, al 31 de diciembre de 2014, la Compañía tiene diversos pre-acuerdos comerciales sobre terrenos en La Portada que espera se materialicen en el corto plazo.

Refinanciamientos

• Emisión de Bono Serie M de la Línea N° 533

En mayo de 2014, la Compañía colocó un bono por UF 1 millón. Este bono es a cinco años plazo, con vencimiento en mayo de 2019, en una sola cuota. Esta colocación tuvo como único objetivo servir pasivos financieros de SalfaCorp, particularmente el bono serie C por UF 1 millón, que venció en septiembre del 2014. Esta colocación formó parte de la estrategia financiera de la Compañía de re-distribuir los vencimientos de deuda estructurada, que se encontraban muy concentrados en el 2014 y 2015.

• Crédito Sindicado

Durante el tercer trimestre, la Compañía formalizó un financiamiento local por un total de UF 1.550.000. El uso de fondos fue para refinanciar los pasivos financieros con vencimiento el 2014 y 2015, para lo cual el desembolso de este financiamiento consta de dos partes:

- i) Un Primer Desembolso, realizado en septiembre de 2014, por UF 550.000, para refinanciar los vencimientos de obligaciones financieras del 2014.
- ii) Un Segundo Desembolso, a partir de septiembre de 2015, por UF 1.000.000, para asegurar el refinanciamiento del Bono Serie F por UF 1.000.000

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



- **Nuevo Perfil de Vencimiento de la Deuda Financiera Estructurada**

La colocación de los financiamientos antes comentados, forma parte de la estrategia financiera de la Compañía de redistribuir los vencimientos de su deuda estructurada, los que se encontraban muy concentrados en el 2014 y 2015. Al analizar estas dos colocaciones de forma conjunta, promedian un costo de financiamiento aproximado de UF + 4,6% anual, en línea con lo buscado por la Compañía para este proceso. De esta forma el calendario de vencimientos de la deuda estructurada quedó mejor distribuido frente al EBITDA de la Compañía, como se analiza a continuación (en Miles de \$):

Financiamiento Estructurado (post. Giro tramo II Crédito Sindicado Sep-15)

Tipo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021+	Total
Créditos Estructurados (incluye amort. Crédito Sindicado)	28.170.533	25.770.499	25.051.096	16.655.807	8.848.065	0	0	104.496.000
Bonos (pago bono con Crédito Sindicado)	3.208.295	2.465.802	2.572.734	2.573.724	25.852.591	2.575.827	25.178.678	64.427.651
Derivados Registrados como Cobertura Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Subtotal Financiamiento Estructurado	31.378.828	28.236.301	27.623.830	19.229.531	34.700.656	2.575.827	25.178.678	168.923.651

Cambios en la Administración

Con fecha 23 de diciembre de 2014, el Sr. Pablo Navarro Haeussler presentó su renuncia como Director de la Compañía y a su vez el Directorio designó en su reemplazo, al Sr. Andrés Navarro Haeussler, reincorporándose a la mesa directiva de la Compañía.

En esta misma fecha, el Gerente General de SalfaCorp, Sr. Francisco Javier Garcés Jordán, presentó su renuncia al cargo, que desempeñaba desde 2000. El cese de sus funciones como Gerente General se hará efectivo a partir del 1 de marzo de 2015, fecha en la cual asumirá el Sr. Fernando Zúñiga Ziliani, actual Gerente General de la Unidad de Negocio de Ingeniería y Construcción. A su vez, en reemplazo del Sr. Zúñiga, asumirá el Sr. Juan Manuel Irrázaval Mena, actual Vicepresidente de la unidad de Montajes de ICSA.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



C. HECHOS POSTERIORES AL CIERRE DEL AÑO 2014

Cambios en el Directorio

Con fecha 27 de enero de 2015, el Directorio de SalfaCorp eligió al Sr. Andrés Navarro Haeussler como Presidente y al Sr. Alberto Etchegaray Aubry como Vicepresidente.

Cambios en la filial Aconcagua

Con fecha 31 de enero de 2015 el Sr. Cristián Alliende Arriagada presentó su renuncia al cargo de Gerente General de Aconcagua S.A. y en su reemplazo se designó al Sr. Juan Carlos Altmann como nuevo Gerente General.

Financiamiento Internacional en ICSA

En enero de 2015, ICSA cursó un financiamiento internacional por un monto de USD 30 millones a 2,5 años plazo con amortizaciones semestrales, utilizado para refinanciar obligaciones financieras de corto plazo de esta Unidad. Sobre dicho crédito se contrató un *cross currency swap* para convertir el pasivo a pesos chilenos. Este financiamiento es sin garantías reales y contiene *covenants* similares a los actuales créditos estructurados de ICSA.

Contratación de Forward por UF 2 millones en SalfaCorp

A comienzos de 2015, SalfaCorp contrató un forward de inflación a 12 meses, efectivo a partir de 1 de febrero, por MUF 1.953, asegurando el IPC por este período en 2,02%. Las partidas cubiertas son el bono serie M y el saldo de un crédito bancario estructurado de Salfacorp. El objetivo de este derivado es cubrir el descalce económico residual en UF (saldo pasivo) del balance consolidado.

d. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

Los estados financieros de SalfaCorp S.A. a diciembre 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 diciembre de 2014 y 2013 están presentados bajo la misma base de comparación.

i. ESTADO DE RESULTADO POR FUNCIÓN DE SALFACORP S.A. ACUMULADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014

(MM\$ de cada periodo)	dic-14	dic-13	Variación	
			MM\$	%
Ingresos de actividades ordinarias	863.179	1.059.715	(196.535)	-18,5%
Ganancia bruta	105.402	101.200	4.202	4,2%
% de los ingresos	12,2%	9,5%		
Otros ingresos	941	2.940	(1.998)	-68,0%
Gastos de administración y ventas (1)	(51.027)	(57.271)	6.243	-10,9%
% de los ingresos	-5,9%	-5,4%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades Operacionales	55.316	46.869	8.447	18,0%
% de los ingresos	6,4%	4,4%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades No Operacionales (2):	(22.384)	(11.785)	(10.599)	89,9%
Otras (pérdidas) ganancias	(364)	(76)	(288)	379,3%
Costos Financieros netos de Ingresos Financieros	(10.346)	(14.097)	3.750	-26,6%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	(2.432)	7.014	(9.446)	-134,7%
Diferencias de cambio	2.560	(18)	2.579	-14005,1%
Resultados por unidades de reajuste	(11.802)	(4.608)	(7.194)	156,1%
Gasto por impuestos a las ganancias	(3.233)	(5.204)	1.971	-37,9%
Ganancia Total del período	29.699	29.881	(182)	-0,6%
% de los ingresos	3,4%	2,8%		
Ganancia (pérdida), atribuible a Participaciones No Controladoras	7.399	4.848	2.551	52,6%
Ganancia (pérdida), atribuible a los Propietarios de la Controladora	22.300	25.033	(2.733)	-10,9%
% de los ingresos	2,6%	2,4%		
EBITDA (3)	68.782	69.560	(778)	-1,1%
% de los ingresos	8,0%	6,6%		

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.

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



ii. BALANCE GENERAL DE SALFACORP S.A. AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014

MM\$ cada período	dic-14	dic-13	Variación	
			MM\$	%
Activos Corrientes, Totales	454.606	548.983	(94.377)	-17,2%
Efectivo y equivalentes al efectivo	27.924	30.473	(2.548)	-8,4%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	167.485	221.634	(54.148)	-24,4%
Deudores comerciales Aconcagua	49.173	47.536	1.636	3,4%
Deudores comerciales ICOSA	118.313	174.097	(55.785)	-32,0%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	53.038	52.876	163	0,3%
Inventarios	173.615	214.660	(41.045)	-19,1%
Materia prima	13.326	12.977	349	2,7%
Viviendas terminadas	50.702	55.132	(4.431)	-8,0%
Viviendas en construcción	109.587	120.315	(10.728)	-8,9%
Macrolotes Urbanizados	-	26.236	(26.236)	-100,0%
Otros	32.543	29.341	3.202	10,9%
Activos No Corrientes, Totales	448.801	442.542	6.260	1,4%
Inventarios no corrientes	108.859	106.801	2.058	1,9%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	25.799	21.312	4.488	21,1%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	44.808	50.314	(5.506)	-10,9%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	68.237	69.133	(896)	-1,3%
Plusvalía	21.965	22.234	(269)	-1,2%
Propiedades, planta y equipo	63.472	73.202	(9.729)	-13,3%
Propiedad de inversión	46.056	51.172	(5.116)	-10,0%
Activos por impuestos no corrientes	8.172	6.508	1.664	25,6%
Activos por impuestos diferidos	51.574	35.058	16.516	47,1%
Otros	9.859	6.808	3.051	44,8%
Activos, Totales	903.407	991.525	(88.118)	-8,9%
Pasivos Corrientes, Totales	380.768	418.859	(38.092)	-9,1%
Otros pasivos financieros	236.353	226.159	10.195	4,5%
Créditos Construcción Aconcagua	121.761	122.790	(1.028)	-0,8%
Créditos Construcción ICOSA	3.399	-	3.399	-
Creditos Capital de Trabajo ICOSA	11.257	23.599	(12.341)	-52,3%
Creditos Capital de Trabajo Aconcagua	33.097	21.267	11.830	55,6%
Creditos Estructurados Aconcagua	10.737	13.380	(2.643)	-19,8%
Créditos Estructurados ICOSA	6.704	8.795	(2.090)	-23,8%
Créditos Estructurados SalfaCorp	10.730	-	10.730	-
Bonos	27.835	26.488	1.347	5,1%
Arriendo Financiero ICOSA	9.469	9.012	457	5,1%
Arriendo Financiero Aconcagua	82	-	82	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	1.282	829	454	54,8%
Cuentas por pagar comerciales y otras	105.396	145.003	(39.607)	-27,3%
Pasivos por impuestos corrientes	14.802	19.426	(4.624)	-23,8%
Otros pasivos no financieros	12.864	23.761	(10.897)	-45,9%
Otros	11.352	4.511	6.841	151,6%
Pasivos No Corrientes, Totales	193.886	241.242	(47.356)	-19,6%
Otros pasivos financieros	153.169	196.711	(43.542)	-22,1%
Creditos Estructurados Aconcagua	8.215	56.942	(48.727)	-85,6%
Creditos Estructurados ICOSA	9.414	14.825	(5.411)	-36,5%
Créditos Estructurados SalfaCorp	34.070	-	34.070	-
Bonos	61.219	61.545	(325)	-0,5%
Arriendo Financiero ICOSA	13.735	19.794	(6.059)	-30,6%
Arriendo Financiero Aconcagua	-	-	-	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	26.516	43.606	(17.090)	-39,2%
Otras cuentas por pagar	572	337	235	69,6%
Pasivo por impuestos diferidos	22.837	19.855	2.981	15,0%
Otros	17.309	24.339	(7.030)	-28,9%
Pasivos, Totales	574.654	660.101	(85.448)	-12,9%
Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora	321.479	304.867	16.612	5,4%
Participaciones no Controladoras	7.274	26.556	(19.282)	-72,6%
Total Patrimonio Neto	328.754	331.424	(2.670)	-0,8%
Patrimonio Neto y Pasivos, Totales	903.407	991.525	(88.118)	-8,9%
Deuda Financiera	389.522	422.870	(33.348)	-7,9%
Deuda Financiera Neta	361.598	392.397	(30.799)	-7,8%
Leverage Financiero Neto	1,10	1,18		
Leverage Total	1,75	1,99		

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



Activos

Los **Activos Totales** disminuyeron en MM\$ 88.118 (-8,9%) respecto a diciembre de 2013. Esta disminución proviene principalmente de los Activos Corrientes.

Las variaciones de activos totales provienen de ICSA, que disminuyeron en MM\$ 59.066 y de Aconcagua que disminuyeron en MM\$ 35.842.

Pasivos

Los **Pasivos Totales** ascendieron a MM\$ 574.654, una reducción de MM\$ 85.448 respecto de diciembre 2013, explicada principalmente por la disminución de pasivos comerciales, lo cual es consistente con la menor inversión y menor actividad respecto al año anterior, como también por la reducción de pasivos financieros.

Respecto de los pasivos financieros netos a diciembre 2014 alcanzaron a MM\$ 361.598, una reducción de **MM\$ 30.799**, a lo cual se agrega una reducción **MM\$ 17.848** en cesiones de cartera sin responsabilidad. En la suma, la reducción total de financiamiento fue **MM\$ 48.647** (-11,2%).

Esta reducción de pasivos financieros no refleja el impacto de la marcada estacionalidad de la escrituración de Aconcagua, la cual se concentró en el cuarto trimestre del 2014 con UF 4,6 millones (combinada). La mayor parte de esta escrituración estará cobrada durante el primer trimestre de 2015 y aplicada a los pasivos financieros de construcción.

El detalle de los pasivos financieros al cierre de los ejercicios 2014 y 2013 se exhibe en el análisis a continuación:

	Diciembre 2014			Diciembre 2013		
	Consolidado	ICSA	Aconcagua	Consolidado	ICSA	Aconcagua
Deuda Financiera:	389.522	94.364	284.527	422.870	112.388	290.310
Créditos de Capital de Trabajo	44.354	11.257	33.097	44.866	23.599	21.267
Créditos de Construcción	125.160	3.399	121.761	122.790		122.790
Créditos Estructurados	79.869	16.118	18.951	93.941	23.620	70.321
Bonos/financiamiento estructurado Salfacorp	89.055	40.386	82.837	88.033	36.364	31.498
Leasing	23.286	23.204	82	28.806	28.806	
Pasivos por Opciones sobre Terrenos	27.798		27.798	44.434		44.434
Efectivo&Equivalentes	(27.924)	(19.356)	(7.471)	(30.473)	(27.525)	(2.378)
Deuda Financiera Neta (según Balance)	361.598	75.008	277.057	392.397	84.863	287.932
Saldo Cesiones sin Responsabilidad	25.721	10.122	15.600	43.569	14.200	29.369
Total Fuentes de Financiamiento Neto	387.319	85.130	292.657	435.965	99.063	317.301
Financiamiento sobre Activos	176.244	26.602	149.642	196.030	28.806	167.224
Financiamientos sobre Flujo	211.075	58.527	143.014	239.935	70.257	150.077

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



Del análisis anterior, 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-diciembre	350.711	176.244	50%
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-diciembre	68.782	211.075	3,1x
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\$ 328.754 a diciembre 2014. El Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora fue de MM\$ 321.479, un aumento de MM\$ 16.612 respecto de 2013.

iii. FLUJO DE EFECTIVO DIRECTO DE SALFACORP S.A. AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014

El flujo de efectivo neto (IFRS) correspondiente al período enero – diciembre de 2014 fue MM\$ (2.548).

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

Período Enero - Diciembre de 2014

Estado de Flujo de Efectivo Neto (M\$ de cada período)	Ing. & Const.	Inmobiliario	Salfacorp	Ajustes	Consolidado
Flujo de Operación	23.981	(3.130)	9.521	25.552	55.924
Flujo de Inversión	(7.345)	5.112	0	0	(2.233)
Flujo de Financiación	(24.805)	3.111	(8.993)	(25.552)	(56.239)
Flujo Total	(8.170)	5.093	528	0	(2.548)

Período Enero - Diciembre de 2013

Estado de Flujo de Efectivo Neto (M\$ de cada período)	Ing. & Const.	Inmobiliario	Salfacorp	Ajustes	Consolidado
Flujo de Operación	35.664	(49.448)	(2.427)	13.545	(2.666)
Flujo de Inversión	(2.790)	(45.139)	(31.425)	40.518	(38.837)
Flujo de Financiación	(20.098)	80.458	32.156	(54.063)	38.453
Flujo Total	12.776	(14.130)	(1.696)	0	(3.050)

Del cuadro anterior se observa que la Compañía generó un flujo operacional (IFRS) positivo relevante - un aumento de MM\$ 58.590 respecto del 2013, y a su vez disminuyó su flujo de inversión en MM\$ 36.604. En ambos casos, esto es reflejo de la estrategia de la Compañía de mejorar sus márgenes y rentabilizar su inversión, en particular en la unidad de negocio inmobiliario.

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



iv. ANÁLISIS DE GENERACIÓN DE CAJA DE SALFACORP S.A. AL 31 DE DICIEMBRE 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-Diciembre 2014 (MM\$)			Enero-Diciembre 2013 (MM\$)		
	Consolidado	ICSA	Aconcagua	Consolidado	ICSA	Aconcagua
Resultado Operacional + Depreciaciones & Amortizaciones	71.213	49.433	22.414	62.546	43.793	18.618
- Gasto Financiero Neto	(10.346)	(5.583)	(4.778)	(14.097)	(7.714)	(6.767)
- Impuestos	(3.233)	(2.526)	(526)	(5.204)	(4.539)	(291)
Subtotal	57.634	41.324	17.110	43.245	31.540	11.560
Var. Cuentas por Cobrar & relacionadas corrientes (excl. cesiones)	71.833	58.539	18.501	49.485	66.421	(14.533)
Var. Inventarios corrientes, excl. Inventario en Construcción	30.317	310	30.008	2.757	12	2.746
Mas: Transferencia desde Propiedades de Inversión a Inventario	12.789	0	12.789	53.437	5.467	47.970
Var. Cuentas por Pagar & relacionadas corrientes (excl. Salfacorp)	(39.607)	(29.399)	(10.178)	(4.371)	5.023	(6.563)
Var. Otros Pasivos no financieros	(10.897)	(12.711)	1.814	(25.541)	(26.278)	737
Otras partidas (incl. Impuestos corrientes)	(26.244)	(9.779)	(21.719)	(398)	3.277	(7.207)
Subtotal Capital de Trabajo	38.191	6.960	31.215	75.369	53.922	23.151
Flujo Operacional	95.825	48.284	48.325	118.614	85.462	34.711
Inversión en Viviendas en Construcción	10.728	(2.745)	13.472	(55.609)	2.504	(58.113)
Adiciones Netas al Activo Fijo	(4.192)	(3.944)	(248)	(6.559)	(5.468)	(1.091)
Subtotal Inversión Operacional	6.536	(6.689)	13.224	(62.168)	(2.964)	(59.204)
Var. Inventarios no corrientes (terrenos bajo opciones)	(2.058)	0	(2.058)	(5.589)	0	(5.589)
Var. Cuentas por Pagar & relacionadas no corrientes (excl. Salfacorp)	(7.709)	(219)	(10.723)	(1.396)	557	2.038
Adiciones de intangibles	(1.025)	(229)	(796)	(1.689)	(900)	(789)
Adiciones a Propiedades de Inversión	(8.512)	0	(8.512)	(27.689)	0	(27.689)
Desapropiaciones Propiedades de Inversión	838	0	838	546	0	546
Subtotal Inversión de largo plazo	(18.466)	(448)	(21.250)	(35.817)	(343)	(31.483)
Adiciones, Bajas & Adquisición de Sociedades	(5.327)	(8.028)	2.695	(19.383)	(3.273)	(15.671)
Dividendos Recibidos de Asociaciones	10.406	1.024	9.382	11.500	6.412	5.088
Subtotal Flujo Asociaciones	5.079	(7.004)	12.077	(7.883)	3.139	(10.583)
Flujo Inversión	(6.851)	(14.141)	4.051	(105.869)	(168)	(101.270)
Variación Impuestos Diferidos (largo plazo)	(13.535)	(6.827)	(8.338)	(7.690)	(5.308)	(2.666)
Dividendos Pagados	(7.510)	(10.840)	(2.706)	(6.847)	(3.330)	(4.371)
Flujo de Caja Libre (a)	67.929	16.476	41.332	(1.792)	76.656	(73.596)
Aplicación del Flujo de Caja Libre:						
Variación Créditos Construcción	2.370	3.399	(1.028)	55.533	0	55.533
Variación Leasings	(5.520)	(5.602)	82	(4.828)	(4.828)	0
Variación Pasivo por Opciones sobre Terrenos	(16.636)	0	(16.636)	2.701	0	2.701
Subtotal financiamientos sobre Activos (b)	(19.786)	(2.204)	(17.582)	53.406	(4.828)	58.234
Subtotal Flujo de Caja Disponible (a+b)	48.143	14.272	23.750	51.615	71.828	(15.362)
Variación Financiamientos de Capital de Trabajo	(511)	(12.341)	11.830	14.468	17.033	(2.565)
Variación Créditos Estructurados Bancos/Deuda Matriz	(14.072)	(7.502)	(51.370)	(5.532)	(6.265)	733
Variación Bonos/Deuda Matriz	1.022	4.022	51.339	(46.401)	(40.848)	(32.296)
Variación Efectivo & equivalentes	2.549	8.170	(5.093)	3.050	(12.776)	14.130
Subtotal Otros financiamientos sobre Flujo	(11.013)	(7.651)	6.706	(34.415)	(42.856)	(19.998)
Variación Deuda Financiera Neta	(30.799)	(9.855)	(10.876)	18.991	(47.684)	38.236
Variación Cesiones sin Responsabilidad	(17.848)	(4.079)	(13.769)	(28.251)	(28.936)	685
Variación Participación No Controladora	(19.282)	(2.542)	(16.687)	3.113	(36)	3.249
Aumentos de Capital Recibidos				7.939		31.426
Flujo de Fuentes de Financiamiento	(67.929)	(16.476)	(41.332)	1.792	(76.656)	73.596

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



Del análisis anterior se destaca lo siguiente:

- La sociedad generó el 2014 un flujo operacional de MM\$ 95.825, versus MM\$ 118.614 en el 2013. Se observa una liberación de capital de trabajo en Aconcagua el 2013 y 2014, lo cual refleja la decisión de la Compañía de ajustar su volumen de proyectos y disminuir sus existencias en pie.
- Adicionalmente, el flujo de inversión del 2014 fue de MM\$ 6.851, comparado con MM\$ 105.869 en el 2013, principalmente por la menor inversión en construcción de viviendas, propiedades de inversión y asociaciones en Aconcagua.
- El flujo de caja libre del 2014 fue MM\$ 67.929, frente a un flujo libre de equilibrio en el 2013. Dicho flujo libre fue utilizado para reducir las fuentes de financiamiento y disminuir las participaciones no controladoras.

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



v. PRINCIPALES INDICADORES DE SALFACORP S.A. ³ AL 31 DE DICIEMBRE 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 Dic-14:		dic-14	sep-14	jun-14	mar-14	dic-13
Liquidez	(veces)	1,19	1,43	1,38	1,34	1,31
Endeudamiento	(veces)	1,75	1,95	2,03	1,96	1,99
Endeudamiento Neto	(veces)	1,66	1,86	1,86	1,87	1,90
Endeudamiento Financiero	(veces)	1,18	1,37	1,40	1,33	1,28
Endeudamiento Financiero Neto	(veces)	1,10	1,28	1,24	1,23	1,18
Deuda Financiera Neta / EBITDA	(veces)	5,26	6,65	6,39	5,81	5,64
(DFN - Créd. Const. - Fin. Terrenos) / EBITDA	(veces)	3,08	3,68	3,76	3,34	3,24
EBITDA / Gastos Financieros Netos	(veces)	6,65	5,99	5,76	5,13	4,93
Rentabilidad sobre el Patrimonio del Controlador	%	6,9%	7,6%	6,9%	8,3%	8,2%

En general los indicadores financieros de SalfaCorp han tenido una evolución positiva desde diciembre 2013, en particular los relacionados a Cobertura y Leverage.

vi. OBLIGACIONES FINANCIERAS DE SALFACORP S.A. AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014 ⁴

Obligaciones principales, vigentes a Dic-14:		dic-14	sep-14	jun-14	mar-14	dic-13	Límite
Bonos, Línea N° 534 :							
Endeudamiento Financiero Neto Consolidado	(veces)	0,94	1,11	1,07	1,07	1,00	< 2,0
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidada	(veces)	6,96	5,31	5,39	4,66	4,54	> 3,0
Bonos, Líneas N° 533, 642 y 643:							
Endeudamiento Financiero Neto Consolidado	(veces)	0,94	1,11	1,07	1,07	1,00	< 2,0
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidada	(veces)	7,96	6,60	6,73	5,50	5,36	> 2,5
Crédito Sindicado o Bancario:							
Nivel de Endeudamiento	(veces)	1,10	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	< 2,1
Cobertura de Gastos Financieros Netos Consolidada	(veces)	7,96	6,60	n.a.	n.a.	n.a.	> 2,5
Patrimonio Atribuible a la Controladora	MMUF	13,05	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,90

Al 31 de diciembre de 2014, SalfaCorp tiene todos sus covenants financieros en cumplimiento.

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.

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.

e. 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 en los **Estados Financieros Consolidados**, 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 (valor libro a la fecha) - NIC 40.

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 31 de diciembre 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 31-12-2014 (MM\$)	Valor Tasación 31-12-2014 (MM\$)	Valor Libro 31-12-2013 (MM\$)	Valor Tasación 31-12-2013 (MM\$)
Inventario de Terrenos corrientes	0	0	26.236	38.188
Inventario de Terrenos no corrientes	41.103	90.598	57.993	100.928
Proyectos Inmobiliarios en Desarrollo > 12 meses	67.756	67.756	48.808	48.808
Propiedades de Inversión	46.056	86.311	51.172	77.668
Totales	154.915	244.665	184.209	265.592

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** del 2014 alcanzaron MM\$ 599.709, inferior al 2013 en MM\$ 145.044 (-19,5%). El 2013 contenía una mayor proporción de ingresos de líneas de especialidades que la compañía ha reducido por estrategia. Adicionalmente durante el año 2014, la industria postergó decisiones de inversión y adjudicación de nuevos proyectos - consistente con las cifras de actividad macroeconómica y sectorial - lo que se reflejó en un menor ingreso durante el cuarto trimestre versus 2013. De acuerdo a la gran cantidad de proyectos en estudio a esta fecha, ya se observan buenas señales de inicio de nuevos proyectos.
- ❖ La **Ganancia Bruta** del periodo fue MM\$ 61.679, superior al 2013 en 2,8% a pesar de la disminución de los ingresos. El **margen bruto** aumentó desde 8,1% a 10,3%.
- ❖ Los **Gastos de Administración y Ventas** del 2014 ascendieron a MM\$ 27.381, una **disminución de MM\$ 5.231** respecto del 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\$ 34.983, MM\$ 5.397 (+18,2%) mayor a la del año 2013. El margen operacional aumentó desde 4,0% a 5,8%.
- ❖ El resultado de **Participación en Asociadas**, fue MM\$ (8.586), inferior en MM\$ 10.286 respecto al 2013. En este ítem, ICSA reconoció un deterioro por una sola vez producto del reconocimiento de pérdidas sobre el Consorcio Hospital de Talca, Consorcio Cheves (Tecsca Perú) y dos obras en Colombia.
- ❖ El **Resultado de Actividades No Operacionales** incluye además de lo mencionado en el punto anterior, la combinación del menor costo financiero neto por MM\$ 2.131, la mayor ganancia por Diferencia de Cambio por MM\$ 1.872, y el menor resultado por Unidades de Reajuste por MM\$ 3.424. Esta última cifra refleja la mayor inflación del período vs el 2013.
- ❖ La **Ganancia Total del período** alcanzó MM\$ 13.347, inferior respecto al 2013. Lo anterior se debió a la mayor Ganancia de Actividades Operacionales en MM\$ 5.397, compensada por el menor Resultado de Actividades No Operacionales en MM\$ 10.583.
- ❖ Como consecuencia de lo anterior, la **Ganancia atribuible a los Propietarios de la Controladora** ascendió a MM\$ 13.202, inferior en MM\$ 2.423 (-15,5%) respecto del año anterior.
- ❖ El **EBITDA** ascendió a MM\$ 40.847, una disminución de MM\$ 4.646 (-10,2%) respecto al año 2013. Esta disminución se debió al resultado de la Participación en Asociadas. No obstante, el margen EBITDA alcanzó al 6,8% comparado con 6,1% del 2013.
- ❖ La **Deuda Financiera Neta disminuyó en MM\$ 9.855** en 2014.
- ❖ El **Saldo de Obras por Ejecutar (Backlog) combinado** a diciembre 2014 ascendió a **MM\$ 530.293**, un aumento de 26% sobre septiembre de 2014. El 32% del backlog total representa ingresos recurrentes.
- ❖ A la misma fecha, las **Propuestas Presentadas y en Estudio** alcanzaron a aproximadamente **MM\$ 2.600.000** comparado con los aproximadamente **MM\$ 1.700.000** al cierre de 2013.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



b. HECHOS DESTACADOS DEL AÑO 2014

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.

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



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

i. ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN ACUMULADO DE ICESA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014

(MM\$ de cada periodo)	dic-14	dic-13	Variación	
			MM\$	%
Ingresos de actividades ordinarias	599.709	744.753	(145.044)	-19,5%
Ganancia bruta	61.679	60.002	1.677	2,8%
% de los ingresos	10,3%	8,1%		
Otros ingresos	684	2.195	(1.511)	-68,8%
Gastos de administración y ventas	(27.381)	(32.612)	5.231	-16,0%
% de los ingresos	-4,6%	-4,4%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades Operacionales	34.983	29.586	5.397	18,2%
% de los ingresos	5,8%	4,0%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades No Operacionales:	(19.110)	(8.527)	(10.583)	124,1%
Otras (pérdidas) ganancias	(853)	23	(876)	-3881,7%
Costos Financieros netos de Ingresos Financieros	(5.583)	(7.714)	2.131	-27,6%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	(8.586)	1.700	(10.286)	-604,9%
Diferencias de cambio	1.576	(296)	1.872	-632,3%
Resultados por unidades de reajuste	(5.663)	(2.239)	(3.424)	152,9%
Gasto por impuestos a las ganancias	(2.526)	(4.539)	2.013	-44,4%
Ganancia Total del período	13.347	16.520	(3.173)	-19,2%
% de los ingresos	2,2%	2,2%		
Ganancia (pérdida), atribuible a Participaciones No Controladoras	145	895	(750)	-83,8%
Ganancia (pérdida), atribuible a los Propietarios de la Controladora	13.202	15.625	(2.423)	-15,5%
% de los ingresos	2,2%	2,1%		
EBITDA	40.847	45.493	(4.646)	-10,2%
% de los ingresos	6,8%	6,1%		

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** a diciembre 2014 alcanzaron MM\$ 599.709, una disminución de MM\$ 145.044 (-19,5%) respecto de 2013.

La distribución de los Ingresos de Actividades Ordinarias del 2014 y 2013 es la siguiente⁵:

Ingresos de Actividades Ordinarias por Área de Negocio	Dic-2014 MM\$	Dic-2013 MM\$	Var. MM\$	Var. %
Montajes	324.248	396.962	(72.714)	-18,3%
Proyectos & Servicios a la Minería	119.174	156.558	(37.384)	-23,9%
Construcción	88.124	95.401	(7.277)	-7,6%
Perú	60.824	82.694	(21.871)	-26,4%
Otros	7.339	13.138	(5.798)	-44,1%
Total	599.709	744.753	(145.044)	-19,5%
Colombia	12.061	7.516	4.545	60,5%
Panamá	9.811	7.028	2.783	39,6%
Total Combinado	621.582	759.297	(137.715)	-18,1%

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 31 DE DICIEMBRE DE 2014**

MM\$ cada período	dic-14	dic-13	Variación	
			MM\$	%
Activos Corrientes, Totales	204.281	264.750	(60.469)	-22,8%
Efectivo y equivalentes al efectivo	19.356	27.525	(8.170)	-29,7%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	118.235	174.090	(55.854)	-32,1%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	24.419	23.026	1.394	6,1%
Inventarios	24.641	22.207	2.435	11,0%
Materia prima	13.326	12.977	349	2,7%
Viviendas terminadas	3.737	4.396	(659)	-15,0%
Viviendas en construcción	7.578	4.834	2.745	56,8%
Otros	17.629	17.903	(274)	-1,5%
Activos No Corrientes, Totales	156.010	154.607	1.403	0,9%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1.071	3.174	(2.103)	-66,3%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	9.043	10.078	(1.036)	-10,3%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	17.190	18.113	(923)	-5,1%
Plusvalía	18.965	19.234	(269)	-1,4%
Propiedades, planta y equipo	60.893	70.081	(9.188)	-13,1%
Propiedad de inversión	0	0	0	-
Activos por impuestos diferidos	34.893	24.947	9.946	39,9%
Otros	13.956	8.979	4.977	55,4%
Activos, Totales	360.291	419.357	(59.066)	-14,1%
Pasivos Corrientes, Totales	123.209	176.788	(53.579)	-30,3%
Otros pasivos financieros	30.829	41.405	(10.576)	-25,5%
Créditos de Construcción	3.399	0	3.399	-
Creditos Capital de Trabajo	11.257	23.599	(12.341)	-52,3%
Créditos Estructurados	6.704	8.795	(2.090)	-23,8%
Arriendo Financiero	9.469	9.012	457	5,1%
Cuentas por pagar comerciales y otras	69.778	92.262	(22.485)	-24,4%
cuentas por pagar	2.953	9.867	(6.914)	-70,1%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	3.961	0	3.961	-
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Financiamientos)	4.175	16.886	(12.711)	-75,3%
Otros pasivos no financieros	11.513	16.368	(4.854)	-29,7%
Pasivos No Corrientes, Totales	79.863	88.749	(8.887)	-10,0%
Otros pasivos financieros	23.149	34.619	(11.470)	-33,1%
Créditos Estructurados	9.414	14.825	(5.411)	-36,5%
Arriendo Financiero	13.735	19.794	(6.059)	-30,6%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	354	573	(219)	-38,2%
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Financiamientos)	36.425	36.364	61	0,2%
Pasivo por impuestos diferidos	8.554	7.325	1.229	16,8%
Otros	11.380	9.868	1.512	15,3%
Pasivos, Totales	203.072	265.537	(62.466)	-23,5%
Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora	156.098	150.156	5.942	4,0%
Participaciones no Controladoras	1.121	3.663	(2.542)	-69,4%
Total Patrimonio Neto	157.219	153.820	3.400	2,2%
Patrimonio Neto y Pasivos, Totales	360.291	419.357	(59.066)	-14,1%
Deuda Financiera (incluyendo deuda con SalfaCorp)	94.364	112.388	(18.025)	-16,0%
Deuda Financiera Neta (incluyendo deuda con SalfaCorp)	75.008	84.863	(9.855)	-11,6%
Leverage Financiero Neto (veces)	0,48	0,55		

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



Activos

Los **Activos Totales** al cierre del 2014 fueron MM\$ 360.291, disminuyendo en MM\$ 59.066 (-14,1%) respecto de diciembre 2013. Esta variación se explica principalmente por los activos corrientes.

Los **activos corrientes** disminuyeron en MM\$ 60.469 respecto de 2013, destacando **deudores comerciales** en MM\$ 55.854, producto de la reducción de la permanencia desde 92 **días calle** a diciembre 2013 a 78 días calle a diciembre de 2014, y adicionalmente por la reducción de los ingresos por venta.

Los **activos no corrientes** aumentaron en MM\$ 1.403, que se explica principalmente por la combinación del aumento en **activos por impuestos diferidos** por MM\$ 9.946 (mayor tasa de impuestos), **otros activos** por MM\$ 4.977 y la disminución de **propiedades, plantas y equipos** en MM\$ 9.188, producto del menor ritmo de inversión frente a la depreciación.

Pasivos

Los **Pasivos Totales** disminuyeron en MM\$ 62.466 (-23,5%) en relación al 2013.

Respecto de los Pasivos Corrientes, éstos disminuyeron en MM\$ 53.579, debido principalmente a (i) las Cuentas por Pagar, que disminuyeron en MM\$ 22.485 producto de la menor actividad; (ii) disminución de Otros pasivos no financieros en MM\$ 12.711 debido a devoluciones de anticipos contra avance de obras; (iii) disminución de Otros pasivos financieros en MM\$ 10.576, (iv) por menor crédito de capital de trabajo en MM\$ 12.341 y (v) disminución de otros pasivos corrientes en MM\$ 4.854 (pasivos por impuestos corrientes).

Cabe mencionar que el saldo de cesiones de cartera sin responsabilidad ascendió a MM\$ 10.122, una disminución de MM\$ 4.079 respecto de diciembre de 2013.

Los Pasivos No Corrientes disminuyeron en MM\$ 8.887, principalmente por la baja en otros pasivos financieros (créditos estructurados y leasings).

El **Patrimonio Neto Total** al cierre del 2014 fue MM\$ 157.219, reflejando un aumento de MM\$ 3.400, lo que se explica por la utilidad del ejercicio, la provisión de dividendos equivalente al 30% de la utilidad acumulada del período y un dividendo extraordinario con cargo a resultados de ejercicios anteriores por MM\$ 6.000 pagado a SalfaCorp en junio de 2014.

Cabe recordar 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 en el período de 2014 disminuyeron en MM\$ 2.542 comparado al 2013.

iii. PRINCIPALES INDICADORES DE ICOSA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014⁶

Índices Financieros a Dic-14:		dic-14	sep-14	jun-14	mar-14	dic-13
Liquidez	(veces)	1,66	1,54	1,44	1,45	1,50
Endeudamiento	(veces)	1,29	1,38	1,52	1,56	1,73
Endeudamiento Neto	(veces)	1,17	1,27	1,35	1,38	1,55
Endeudamiento Financiero	(veces)	0,60	0,67	0,74	0,79	0,73
Endeudamiento Financiero Neto	(veces)	0,48	0,56	0,56	0,61	0,55
Deuda Financiera Neta / EBITDA	(veces)	1,84	1,91	1,83	2,04	1,87
EBITDA / Gastos Financieros Netos	(veces)	7,32	7,80	7,65	7,16	5,90
Rentabilidad sobre el Patrimonio del Controlador	%	8,5%	10,0%	11,0%	11,3%	10,4%

En general los indicadores financieros relevantes de ICOSA han mostrado una evolución positiva durante el año 2014, especialmente en los indicadores de cobertura y leverage.

iv. PRINCIPALES OBLIGACIONES FINANCIERAS DE ICOSA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014⁷

Obligaciones principales vigentes a Dic-14:		dic-14	sep-14	jun-14	mar-14	dic-13	Límite
Banco Estado							
Patrimonio mínimo	MM\$	157.219	n.a.	157.856	n.a.	155.671	140.000
Endeudamiento Neto Consolidado	(veces)	1,29	n.a.	1,52	n.a.	1,71	< 3,00
Endeudamiento Financiero Neto Consolidado	(veces)	0,45	n.a.	0,54	n.a.	0,52	< 1,30
Cobertura de Gastos Financieros Netos	(veces)	7,45	n.a.	7,86	n.a.	6,09	> 2,00

Al 31 de diciembre de 2014, ICOSA mantiene todos sus covenants financieros en cumplimiento.

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.

⁷ **Indicadores Banco Estado**

Endeudamiento Neto Consolidado: Pasivo Total Exigible / Patrimonio Total

Endeudamiento Financiero Neto Consolidado: (Pasivo Financiero + Pasivo Financiero con Salfacorp - Efectivo equivalente - Activos financieros c/p&l/p) / Patrimonio Total

d. SALDOS DE OBRAS POR EJECUTAR (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 diciembre de 2014 y 2013.

Backlog por Área de Negocio	Dic-2014			Sep-14	Dic-2013
	Terminados dentro de 12 meses (MM\$)	Terminados en plazo superior a 12 meses (MM\$)	Total (MM\$)	Total (MM\$)	Total (MM\$)
Montajes	139.205	105.835	245.040	137.575	276.926
Proyectos & Servicios a la Minería	74.360	47.477	121.836	141.468	209.753
Construcción	79.655	36.665	116.320	94.610	87.133
Perú	22.662	13.243	35.905	28.949	34.114
Otros	-	-	-	785	386
Total Consolidado	315.882	203.220	519.102	403.387	608.312
Colombia	6.844	-	6.844	9.923	10.301
Panamá	4.347	-	4.347	6.430	11.551
Total Combinado	327.073	203.220	530.293	419.739	630.164

Del backlog combinado a diciembre 2014 se destaca lo siguiente:

- 32% del backlog representa ingresos recurrentes (Mantenimiento Industrial + Minería Subterránea).
- El 38% 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** del 2014 alcanzaron MM\$ 135.631, superior en 3,8% respecto al 2013 (MM\$ 130.645). El margen de viviendas del 2014 fue 21,6% versus 23% del 2013, lo que incluye los menores márgenes de construcción de Novatec sobre proyectos propios.
- ❖ Los **ingresos por edificación** fueron MM\$ 89.576, una disminución de MM\$ 32.274, a raíz de la decisión de la compañía de eliminar la edificación en proyectos inmobiliarios no relacionados con Aconcagua. El margen de edificación fue -2,5% versus 4,6% el 2013. Este menor margen recoge el impacto por sobre lo esperado y por una sola vez, del término de los contratos con terceros y mayores costos incurridos por Novatec.
- ❖ Los **ingresos por venta de proyectos en ejecución y terrenos** alcanzaron MM\$ 37.064, inferior en MM\$ 21.562 respecto al 2013, sin embargo con una mayor contribución. El margen fue 50% vs 9% en el 2013.
- ❖ En consecuencia, los **Ingresos de Actividades Ordinarias** del 2014 alcanzaron **MM\$ 267.273**, una disminución de MM\$ 61.305 (-18,7%) respecto de 2013.
- ❖ Dada la combinación de ingresos, la **Ganancia Bruta aumentó a MM\$ 44.269**, un incremento de MM\$ 2.204 (+5,2%) sobre el año 2013, y el **margen sobre las ventas** aumentó desde 12,8% a 16,6%. Esto refleja la decisión estratégica de la Compañía de disminuir líneas de menor margen, como Edificación, las que han tenido un pobre desempeño en los últimos 24 meses.
- ❖ Los **Gastos de Administración y Ventas** ascendieron a MM\$ 23.533, **una reducción de MM\$ 2.100** (8,2%) respecto al año 2013.
- ❖ La **Ganancia de Actividades Operacionales** aumentó en MM\$ 3.817 (+22,2%) alcanzando **MM\$ 20.994** al cierre de 2014.
- ❖ La ganancia proveniente de **Participación en Asociadas**, fue MM\$ 6.154, superior en MM\$ 840 (+15,8%) respecto al 2013.
- ❖ La **Pérdida de Actividades No Operacionales fue MM\$ 3.828**, similar al de 2013. Esta partida incluye la Participación en Asociadas, gastos financieros netos, diferencias de cambio y resultados por Unidades de Reajustes. Cabe mencionar que la mayor inflación del período significó un cargo adicional de MM\$ 4.078 en resultados por unidades de reajuste, respecto del 2013.
- ❖ La **Ganancia Total** alcanzó **MM\$ 16.639**, un aumento de **MM\$ 3.568** (+27,3%) respecto al 2013, que se explica principalmente por la mayor Ganancia de Actividades Operacionales.
- ❖ A consecuencia de lo anterior, y no obstante la mayor Ganancia atribuible a Participaciones No Controladoras por MM\$ 3.321, la **Ganancia atribuible a los Propietarios de la Controladora** fue de **MM\$ 9.268**, similar a la del 2013.
- ❖ El **EBITDA** del 2014 alcanzó **MM\$ 28.568**, comparado con MM\$ 23.932 del 2013.
- ❖ A diciembre 2014, el **endeudamiento financiero neto de Aconcagua**, se redujo a MM\$ 277.057, versus MM\$ 287.932 a diciembre 2013.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



- ❖ Las **escrituras de compraventa combinadas**⁸ del negocio de viviendas de Aconcagua, ascendieron a **UF 10,8 millones** (UF 10,9 millones a diciembre 2013), en línea con lo presupuestado por la Compañía para el 2014. Cabe destacar la marcada estacionalidad de la escrituración, la cual se concentró en el cuarto trimestre del 2014 con UF 4,6 millones. La mayor parte de esta escrituración estará cobrada durante el primer trimestre de 2015 y aplicada a los pasivos financieros de construcción.
- ❖ Durante el 2014, las **promesas de compraventa combinadas**⁹ de viviendas ascendieron a **UF 8,6 millones**, inferior respecto a 2013, consecuente con el plan de producción de viviendas para el presente año y el énfasis en capturar mejores márgenes.
- ❖ El **backlog combinado total** de promesas escriturables al cierre de 2014 fue **UF 8,0 millones**, de los cuales aproximadamente **UF 6,0 millones** formarían parte de la escrituración del año 2015, a lo que se le sumaría el backlog de promesas generadas durante el mismo período.

⁸ Incluye escrituras en Chile y en el extranjero, de sociedades que consolidan y no consolidan.

⁹ Incluye promesas en Chile y en el extranjero, de sociedades que consolidan y no consolidan.

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

i. ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN ACUMULADO DE ACONCAGUA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014

(MM\$ de cada periodo)	dic-14	dic-13	Variación	
			MM\$	%
Ingresos de actividades ordinarias	267.274	328.578	(61.305)	-18,7%
Ganancia bruta	44.269	42.066	2.204	5,2%
% de los ingresos	16,6%	12,8%		
Otros ingresos	258	744	(487)	-65,4%
Gastos de administración y ventas	(23.533)	(25.633)	2.100	-8,2%
% de los ingresos	-8,8%	-7,8%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades Operacionales	20.994	17.177	3.817	22,2%
% de los ingresos	7,9%	5,2%		
Ganancias (pérdidas) de Actividades No Operacionales:	(3.828)	(3.814)	(14)	0,4%
Otras (pérdidas) ganancias	441	(92)	533	-579,9%
Costos Financieros netos de Ingresos Financieros	(4.778)	(6.767)	1.989	-29,4%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	6.154	5.314	840	15,8%
Diferencias de cambio	980	278	702	252,9%
Resultados por unidades de reajuste	(6.625)	(2.547)	(4.078)	160,1%
Gasto por impuestos a las ganancias	(526)	(291)	(235)	80,7%
Ganancia Total del período	16.639	13.072	3.568	27,3%
% de los ingresos	6,2%	4,0%		
Ganancia (pérdida), atribuible a Participaciones No Controladoras	7.371	4.050	3.321	82,0%
Ganancia (pérdida), atribuible a los Propietarios de la Controladora	9.268	9.021	247	2,7%
% de los ingresos	3,5%	2,7%		
EBITDA	28.568	23.932	4.636	19,4%
% de los ingresos	10,7%	7,3%		

Los **Ingresos de Actividades Ordinarias** del 2014 alcanzaron MM\$ 267.274, un 18,7% menor al 2013. La distribución de los ingresos se compone de la siguiente manera:

Ingresos por Producto	Dic-14 (MM\$)	Dic-13 (MM\$)	Var. (MM\$)	Var %
Viviendas	135.631	130.645	4.986	3,8%
Casas	88.137	83.871	4.266	5,1%
Departamentos	47.493	46.774	720	1,5%
Edificación	89.576	121.850	(32.274)	-26,5%
Proy. Ejecución & Terrenos	37.064	58.626	(21.562)	-36,8%
Proy. Ejecución	13.565	58.021	(44.456)	-76,6%
Terrenos	23.499	605	22.894	3784,3%
Otras ventas	5.003	17.458	(12.455)	-71,3%
Total	267.274	328.578	(61.305)	-18,7%

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



La **Ganancia Bruta** ascendió a MM\$ 44.269, un aumento de MM\$ 2.204 (+5,2%) respecto al 2013. El Margen Bruto se distribuyó en los segmentos del negocio según el siguiente cuadro:

Margen % por Producto	Dic-14 %	Dic-13 %
Viviendas	21,6%	23,0%
Proy. Ejecución & Terrenos	49,6%	9,4%
Edificacion	-2,5%	4,6%
Margen % Aconcagua	16,6%	12,8%

El mayor margen bruto porcentual respecto del año anterior se explica principalmente por la reducción por diseño del Negocio de Edificación y un aumento de los ingresos Proyectos en Ejecución & Terrenos. El margen de viviendas fue levemente inferior al del 2013, relacionado con mayores costos de construcción.

ii. **BALANCE GENERAL DE ACONCAGUA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014**

MM\$ cada período	dic-14	dic-13	Variación	
			MM\$	%
Activos Corrientes, Totales	250.126	289.981	(39.856)	-13,7%
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.471	2.378	5.093	214,2%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	49.173	47.536	1.636	3,4%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	30.331	36.699	(6.368)	-17,4%
Inventarios corrientes	148.973	192.453	(43.480)	-22,6%
Materia prima	-	-	-	-
Viviendas terminadas	46.965	50.736	(3.772)	-7,4%
Viviendas en construcción	102.009	115.481	(13.472)	-11,7%
Macrolotes Urbanizados	0	26.236	(26.236)	-100,0%
Otros	14.178	10.915	3.263	29,9%
Activos No Corrientes, Totales	238.813	234.799	4.014	1,7%
Inventarios no corrientes	108.859	106.801	2.058	1,9%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	24.744	18.883	5.861	31,0%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	35.765	40.245	(4.480)	-11,1%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2.316	2.262	54	2,4%
Plusvalía	1.057	1.057	0	0,0%
Propiedades, planta y equipo	2.665	3.235	(570)	-17,6%
Propiedad de inversión	46.056	51.172	(5.116)	-10,0%
Otros	17.350	11.144	6.206	55,7%
Activos, Totales	488.939	524.780	(35.842)	-6,8%
Pasivos Corrientes, Totales	225.511	216.844	8.667	4,0%
Otros pasivos financieros	166.959	158.265	8.694	5,5%
Créditos Construcción	121.761	122.790	(1.028)	-0,8%
Creditos Capital de Trabajo	33.097	21.267	11.830	55,6%
Creditos Estructurados	10.737	13.380	(2.643)	-19,8%
Arriendo Financiero	82	-	-	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	1.282	829	453	54,7%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	28.115	44.774	(16.658)	-37,2%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	9.618	3.138	6.480	206,5%
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Financiamientos)	8.268	-	8.268	-
Otros pasivos no financieros	8.689	6.875	1.814	26,4%
Otros	3.862	3.792	70	1,8%
Pasivos No Corrientes, Totales	116.137	152.314	(36.176)	-23,8%
Otros pasivos financieros	34.731	100.548	(65.816)	-65,5%
Créditos Estructurados	8.215	56.942	(48.727)	-85,6%
Arriendo Financiero	0	0	0	-
Pasivos por Opciones Compra de Terreno	26.516	43.606	(17.090)	-39,2%
Otras cuentas por pagar	547	318	229	71,8%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	824	11.776	(10.952)	-93,0%
Cuentas por pagar a SalfaCorp S.A. (Financiamientos)	74.569	31.498	43.072	136,7%
Pasivo por impuestos diferidos	675	2.792	(2.117)	-75,8%
Otros	4.791	5.382	(591)	-11,0%
Pasivos, Totales	341.648	369.158	(27.509)	-7,5%
Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora	140.022	131.667	8.355	6,3%
Participaciones no Controladoras	7.269	23.956	(16.687)	-69,7%
Total Patrimonio Neto	147.290	155.623	(8.332)	-5,4%
Patrimonio Neto y Pasivos, Totales	488.939	524.780	(35.842)	-6,8%
Deuda Financiera (incluyendo deuda con SalfaCorp)	284.527	290.311	(5.783)	-2,0%
Deuda Financiera Neta (incluyendo deuda con SalfaCorp)	277.057	287.932	(10.876)	-3,8%
Leverage Total	2,32	2,37		

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



Activos

Los **Activos Totales** disminuyeron en MM\$ 35.842 (-6,8%) respecto a diciembre de 2013.

Los **Activos Corrientes** se redujeron en MM\$ 39.856 (-13,7%), principalmente por:

- **Inventarios corrientes**, que disminuyó en MM\$ 43.480, principalmente por macrolotes urbanizados en MM\$ 26.236 y viviendas en construcción por MM\$ 13.472.
- Las **cuentas por cobrar a entidades relacionadas** disminuyeron en MM\$ 6.368 producto de la recaudación de proyectos en ejecución vendidos a fines del año 2013.
- Un aumento de **efectivo y equivalentes al efectivo** en MM\$ 5.093.
- Un leve aumento de **deudores comerciales** por MM\$ 1.636. A su vez el saldo de **cesiones de cartera** sin responsabilidad ascendió a MM\$ 15.600, menor en MM\$ 13.769 respecto a diciembre 2013.

Los **Activos No Corrientes** aumentaron en MM\$ 4.014 que se explica principalmente por un aumento de **inventarios no corrientes** por MM\$ 2.058, de **propiedades de inversión** en MM\$ 5.116 (transferencias inventarios corrientes por MM\$ 12.789), y de **Inversiones en Asociadas** que disminuyó en MM\$ 4.480 en gran medida producto de la desinversión de los proyectos inmobiliarios en Miami; un aumento de **cuentas por cobrar con relacionadas** en MM\$ 5.861 (relacionado con el desarrollo del negocio de venta de terrenos y proyectos) y de **otros activos no corrientes** por MM\$ 6.206 (mayor activo por impuestos diferidos).

Pasivos

Los **Pasivos Totales** disminuyeron en MM\$ 27.509 (-7,5%) respecto a diciembre 2013, principalmente por la disminución de pasivos por opciones de compra de terreno en MM\$ 17.090 y de cuentas por pagar a entidades relacionadas por MM\$ 10.952. Los créditos de construcción se mantuvieron similares al cierre de 2013, mientras que el financiamiento de capital de trabajo aumentó en MM\$ 11.830, reemplazando cesiones de cartera sin responsabilidad.

Cabe destacar la marcada estacionalidad de la escrituración, la cual se concentró en el cuarto trimestre del 2014 con UF 4,6 millones. La mayor parte de esta escrituración estará cobrada durante el primer trimestre de 2015 y aplicada a los pasivos financieros de construcción.

El **Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora** ascendió a MM\$ 140.022, un aumento de MM\$ 8.355 respecto del 2013, mientras que la Participación No Controladora disminuyó en MM\$ 16.687. En consecuencia, el **Patrimonio Neto Total** disminuyó en MM\$ 8.332 al cierre de 2014 respecto de 2013.

iii. PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS DE ACONCAGUA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014 ⁽¹⁰⁾

Índices Financieros a Dic-14		dic-14	sep-14	jun-14	mar-14	dic-13
Liquidez	(veces)	1,11	1,37	1,35	1,40	1,34
Endeudamiento	(veces)	2,32	2,60	2,59	2,46	2,37
Endeudamiento Neto	(veces)	2,27	2,53	2,55	2,45	2,36
Endeudamiento Financiero	(veces)	1,93	2,15	2,08	1,98	1,87
Endeudamiento Financiero Neto	(veces)	1,88	2,09	2,04	1,95	1,85
(DFN - Créd. Const. - Fin. Terrenos) / EBITDA	(veces)	4,46	7,17	8,33	5,47	5,04
EBITDA / Gastos Financieros Netos	(veces)	5,98	3,96	2,33	3,15	3,54
Rentabilidad sobre el Patrimonio del Controlador	%	6,6%	6,2%	3,5%	6,0%	6,9%

A diciembre 2014, el **Endeudamiento** se ubicó en 2,32, cifra menor a la de diciembre 2013 (2,37), y dentro del rango 2,0-2,5x establecido por SalfaCorp.

iv. PRINCIPALES OBLIGACIONES FINANCIERAS DE ACONCAGUA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014 ¹¹

Obligaciones principales vigentes a Dic-14:		dic-14	sep-14	jun-14	mar-14	dic-13	Límite
Banco Estado							
Patrimonio mínimo	MM\$	140.119	n.a.	151.876	n.a.	155.623	> 85.000
Endeudamiento Neto Consolidado	(veces)	2,21	n.a.	2,40	n.a.	2,23	< 3,00
Endeudamiento Financiero Neto Consolidado	(veces)	1,15	n.a.	1,65	n.a.	1,51	< 2,50
Cobertura Servicio de Deuda	(veces)	4,33	n.a.	2,31	n.a.	2,18	> 1,15

Al 31 de diciembre de 2014, Aconcagua mantiene todos sus covenants financieros en cumplimiento.

10

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.

11

Indicadores Banco Estado

Endeudamiento Neto Consolidado: (Pasivos Totales - Efectivo Equivalente - Activo financiero c/p - Cuentas Por Cobrar Inmobiliarias) / Patrimonio Total

Endeudamiento Financiero Neto Cons.: (Pasivo Financiero - Efectivo equivalente - Activos Financieros c/p&l/p - Cuentas por Cobrar Inmobiliarias) / Patrimonio Total

Cobertura de Servicio de Deuda: Efectivo Equivalente+ Activos Financieros Corto&Largo Plazo + Deudores Comerciales + Inventarios + Propiedades de Inversión + Inversión en empr. Relacionadas - Deuda Financiera Corto Plazo) / (Cuentas por pagar comerciales sin garantía + Deuda Financiera sin garantía)

C. OFERTA, PROYECTOS, DEMANDA E INGRESOS (CONSOLIDADOS)

A continuación se presenta información complementaria que corresponde a datos operacionales y consolidados del negocio inmobiliario. Esta información incluye las asociaciones inmobiliarias que consolidan ("Consortios") y no incluye lo relacionado con asociaciones inmobiliarias que no consolidan en los Estados Financieros de Aconcagua.

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 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 31% en comparación a diciembre de 2013, no obstante el stock valorizado es similar.

Tipo Proy	dic-14				dic-13	
	Stock M\$	Stock Unidades	Stock Potencial M\$	Stock Potencial Unidades	Stock M\$	Stock Unidades
Propios						
Casas	26.618.964	294	36.569.306	484	22.507.716	327
Departamentos	15.028.158	319	23.205.778	426	22.330.682	561
Total propios	41.647.123	613	59.775.084	910	44.838.398	888
Consortios						
Casas	16.211.404	103	7.523.579	94	5.310.261	46
Departamentos	2.234.614	15	26.862.502	341	11.174.640	125
Total Consortios	18.446.018	118	34.386.081	435	16.484.901	171
Total						
Casas	42.830.369	397	44.092.885	578	27.817.978	373
Departamentos	17.262.772	334	50.068.280	767	33.505.322	686
Total general	60.093.141	731	94.161.165	1.345	61.323.300	1.059

Del stock disponible y potencial por 2.076 unidades (731+1.345) que se muestran en la tabla anterior, el Backlog actual y potencial de promesas al cierre de diciembre 2014 alcanzó las 724 unidades (205+519), según la tabla de más abajo, equivalentes al 35% del stock potencial más el stock disponible.

Tipo Proy	dic-14				dic-13	
	Backlog M\$	Backlog Unidades	Backlog del Stock Potencial M\$	Backlog del Stock Potencial Unidades	Backlog M\$	Backlog Unidades
Propios						
Casas	8.661.481	108	27.023.538	236	10.892.613	157
Departamentos	4.146.848	70	11.232.219	113	5.784.089	142
Total propios	12.808.329	178	38.255.757	349	16.676.702	299
Consortios						
Casas	2.428.365	25	4.481.689	52	3.595.236	31
Departamentos	160.181	2	8.159.722	118	7.847.222	91
Total Consortios	2.588.547	27	12.641.411	170	11.442.458	122
Total						
Casas	11.089.846	133	31.505.227	288	14.487.849	188
Departamentos	4.307.029	72	19.391.940	231	13.631.311	233
Total general	15.396.876	205	50.897.168	519	28.119.160	421

Del stock disponible, 205 unidades se encuentran promesadas, según la tabla anterior.

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



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	dic-14	dic-13
Propio		
Casas	0	19.196
Departamentos	0	8.849
Oficinas	0	0
Otros	0	0
Total propios	0	28.045
Consortio		
Casas	0	0
Departamentos	0	0
Oficinas	0	0
Otros	0	0
Total Consorcios	0	0
Total		
Casas	0	19.196
Departamentos	0	8.849
Oficinas	0	0
Otros	0	0
Total general	0	28.045

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	dic-14	dic-13
	M\$	M\$
Casas	5.533.442	17.152.765
Edificio	8.218.222	13.473.466
Oficinas	0	
Otros	2.224.785	2.931.560
Total Propios	15.976.449	33.557.791
Casas	4.049.479	9.001.933
Edificio	5.392.810	9.919.744
Oficinas	0	
Otros	1.776.617	164.883
Total Consorcios	11.218.905	19.086.560
Casas	9.582.921	26.154.698
Edificio	13.611.032	23.393.210
Oficinas	0	0
Otros	4.001.403	3.096.442
Total general	27.195.355	52.644.350

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



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	dic-14			dic-13		
	Facturado M\$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF	Facturado M\$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF
Propio						
Casas	60.476.769	894	2.812	63.715.904	1.056	2.618
Departamentos	36.503.012	716	2.104	26.948.716	617	1.888
Oficinas						
Otros						
Total propios	96.979.780	1.610	2.497	90.664.620	1.673	2.349
Consortio						
Casas	24.300.474	194	5.154	20.155.070	222	3.949
Departamentos	14.350.319	190	3.175	19.825.092	331	2.603
Oficinas						
Otros						
Total Consorcios	38.650.793	384	4.175	39.980.162	553	3.143
Total						
Casas	84.777.242	1.088	3.230	83.870.974	1.278	2.849
Departamentos	50.853.331	906	2.329	46.773.808	948	2.138
Oficinas						
Otros						
Total general	135.630.573	1.994	2.820	130.644.782	2.226	2.546

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



Inmueble	Rango	dic-14			dic-13		
		Facturado M\$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF	Facturado M\$	Unidades Vendidas	Precio Prom. UF
Propio							
Casas	< 1.000 UF	60.082	3	800	62.582	3	908
	1.000 - 2.000 U	10.676.027	285	1.564	18.423.701	520	1.540
	2.000 - 4.000 U	29.038.597	439	2.742	25.281.623	383	2.860
	4.000 - 6.000 U	17.534.137	150	4.865	13.620.810	125	4.718
	6.000 - 9.000 U	2.246.895	14	6.645	1.212.736	6	8.848
	> 9.000 UF	921.031	3	13.000	5.114.452	19	11.760
Total Casas propias		60.476.769	894	2.812	63.715.904	1.056	2.618
Departamentos	< 1.000 UF	792.851	37	906	2.001.997	97	893
	1.000 - 2.000 U	15.173.425	437	1.436	9.812.067	291	1.465
	2.000 - 4.000 U	11.927.744	175	2.830	14.350.036	221	2.798
	4.000 - 6.000 U	6.347.236	53	4.877	784.616	8	4.240
	6.000 - 9.000 U	2.014.253	13	6.292	0	0	0
	> 9.000 UF	247.503	1	10.050	0	0	0
Total Deptos propios		36.503.012	716	2.104	26.948.716	617	1.888
Total propios		96.979.780	1.610	2.497	90.664.620	1.673	2.349
Consortio							
Casas	< 1.000 UF	0	0	0	0	0	0
	1.000 - 2.000 U	0	0	0	0	0	0
	2.000 - 4.000 U	4.990.813	61	3.332	8.368.012	126	2.900
	4.000 - 6.000 U	9.203.624	79	4.826	8.468.158	76	4.825
	6.000 - 9.000 U	9.650.139	52	7.630	3.318.899	20	7.223
	> 9.000 UF	455.897	2	9.370	0	0	0
Total Casas Consorcios		24.300.474	194	5.154	20.155.070	222	3.949
Departamentos	< 1.000 UF	0	0	0	0	0	0
	1.000 - 2.000 U	314.917	7	1.886	1.811.617	43	1.838
	2.000 - 4.000 U	8.407.341	135	2.612	15.365.929	266	2.515
	4.000 - 6.000 U	5.183.493	45	4.855	1.784.300	16	4.784
	6.000 - 9.000 U	444.569	3	6.311	863.246	6	6.172
	> 9.000 UF	0	0	0	0	0	0
Total Deptos Consorcios		14.350.319	190	3.175	19.825.092	331	2.603
Total Consorcios		38.650.793	384	4.175	39.980.162	553	3.143
Total							
Casas	< 1.000 UF	60.082	3	800	62.582	3	908
	1.000 - 2.000 U	10.676.027	285	1.564	18.423.701	520	1.540
	2.000 - 4.000 U	34.029.410	500	2.814	33.649.635	509	2.870
	4.000 - 6.000 U	26.737.761	229	4.851	22.088.968	201	4.758
	6.000 - 9.000 U	11.897.035	66	7.421	4.531.635	26	7.598
	> 9.000 UF	1.376.928	5	11.548	5.114.452	19	11.760
Total Casas		84.777.242	1.088	3.230	83.870.974	1.278	2.849
Departamentos	< 1.000 UF	792.851	37	906	2.001.997	97	893
	1.000 - 2.000 U	15.488.342	444	1.443	11.623.684	334	1.513
	2.000 - 4.000 U	20.335.085	310	2.735	29.715.965	487	2.643
	4.000 - 6.000 U	11.530.729	98	4.867	2.568.916	24	4.603
	6.000 - 9.000 U	2.458.822	16	6.295	863.246	6	6.172
	> 9.000 UF	247.503	1	10.050	0	0	0
Total Deptos		50.853.331	906	2.329	46.773.808	948	2.138
Total		135.630.573	1.994	2.820	130.644.782	2.226	2.546

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



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	Dic-14				Dic-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	73.506.248	805	(16.961.601)	(196)	84.467.597	1.282	(21.646.736)	(338)
Departamentos	43.005.540	765	(5.528.956)	(101)	31.886.571	746	(5.294.393)	(130)
Oficinas								
Otros								
Total propios	116.511.789	1.570	(22.490.557)	(297)	116.354.167	2.028	(26.941.129)	(468)
Consortio								
Casas	19.849.812	174	(5.210.011)	(40)	19.837.135	198	(7.198.132)	(77)
Departamentos	10.354.366	136	(1.934.803)	(29)	17.494.780	275	(2.531.884)	(43)
Oficinas								
Otros								
Total Consorcios	30.204.178	310	(7.144.814)	(69)	37.331.915	473	(9.730.016)	(120)
Total								
Casas	93.356.060	979	(22.171.612)	(236)	104.304.732	1.480	(28.844.868)	(415)
Departamentos	53.359.906	901	(7.463.760)	(130)	49.381.351	1.021	(7.826.278)	(173)
Oficinas								
Otros								
Total general	146.715.966	1.880	(29.635.372)	(366)	153.686.083	2.501	(36.671.145)	(588)

Es importante mencionar que Aconcagua informa al mercado los volúmenes de promesas netas de desistimientos. A diciembre 2014 el nivel de desistimientos disminuyó desde 23,5% a 19,5%.

iv. INDICADORES RELATIVOS A LA EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA

MESES PARA AGOTAR STOCK

Los meses para agotar stock corresponden al cociente 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).

	dic-14			dic-13		
	Stock Disponible (Unidades)	Venta Prom. 4T (Unidades)	Meses para Agotar Stock	Stock Disponible (Unidades)	Venta Prom. 4T (Unidades)	Meses para Agotar Stock
Propios						
Casas	294	139	2,1	327	139	2,3
Departamentos	319	96	3,3	561	108	5,2
Consortios						
Casas	103	24	4,3	46	19	2,5
Departamentos	15	22	0,7	125	26	4,7
Total						
Casas	397	163	2,4	373	158	2,4
Departamentos	334	118	2,8	686	134	5,1

Los meses para agotar stock de total de casas se mantuvieron estables entre 2013 y 2014, y en los de departamentos disminuyó significativamente.

VELOCIDAD DE VENTAS

Este indicador se mide como el cociente 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).

	dic-14			dic-13		
	Stock Disponible (UF)	Venta 4T (UF)	Velocidad de Ventas	Stock Disponible (UF)	Venta 4T (UF)	Velocidad de Ventas
Propios						
Casas	1.080.881	965.539	0,9	965.600	1.083.490	1,1
Departamentos	610.229	841.146	1,4	958.005	670.745	0,7
Consortios						
Casas	658.275	632.086	1,0	227.815	273.892	1,2
Departamentos	90.738	42.776	0,5	479.402	257.236	0,5
Total						
Casas	1.739.156	1.597.625	0,9	1.193.415	1.357.382	1,1
Departamentos	700.967	883.922	1,3	1.437.407	927.981	0,6

La velocidad de ventas de casas se mantuvo estable entre 2013 y 2014. En tanto para departamentos, la velocidad de venta aumentó producto del menor stock disponible entre diciembre 2013 y 2014.

III. Gestión de Riesgos

SalfaCorp es el principal grupo constructor e inmobiliario que opera en Chile y uno de los actores relevantes a nivel sudamericano. A través de su Unidad de Negocios de Ingeniería y Construcción, Salfacorp está enfocado principalmente a la ejecución de proyectos de ingeniería y construcción ; y a través de su Unidad de Negocios Inmobiliario - Aconcagua S.A. - al desarrollo de proyectos inmobiliarios, edificación de viviendas y proyectos no habitacionales.

SalfaCorp recibe distintos requerimientos de sus productos y servicios, las que van de acuerdo a las distintas especialidades que desarrolla en sus Unidades de negocios, y también por 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 de los proyectos de inversión de los mandantes y responde principalmente a factores como los precios de los commodities, innovaciones tecnológicas, crecimiento de infraestructura productiva (energía, minería, puertos, recursos hídricos, cemento, celulosa, etc.).
- Obras Civiles y Edificación Habitacional y no Habitacional: la demanda para esta especialidad responde principalmente a factores como expectativas de la economía (en particular acceso y costo al crédito, empleo y consumo), 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, y acceso y costo del crédito hipotecario. La demanda del segmento C2 a C3, segmento en el cual participa principalmente SalfaCorp, es una demanda referida a la primera vivienda con precios entre UF 900 y UF 4.000 la cual tiene ciclos menos elásticos ante cambio en las variables macroeconómicas.

Los riesgos que enfrenta Salfacorp se explican en detalle en el **Anexo II** y son los siguientes:

- (i) Riesgo de Mercado
- (ii) Riesgo Operacional
- (iii) Riesgo Financiero

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 2,9% a/a en diciembre 2014. Con esto, la actividad económica acumula un crecimiento de 1,8% a diciembre de 2014, crecimiento menor al 4,1% a/a observado en el mismo periodo de año pasado.

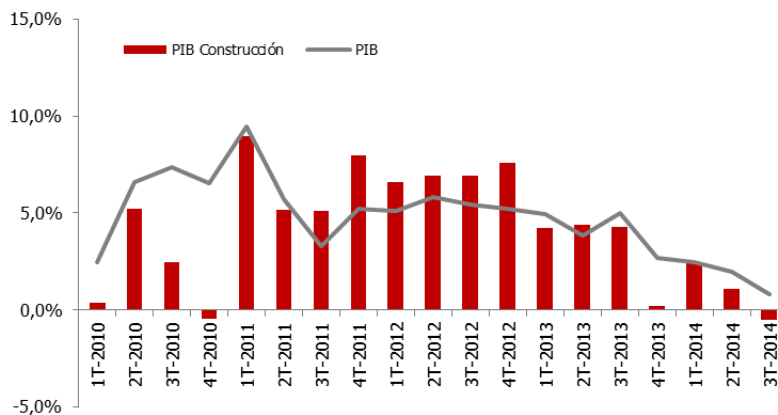
En relación a la **inflación**, según las últimas cifras publicadas por el INE, el IPC registró una variación mensual de -0,4% en diciembre, acumulando un 4,6% para el año 2014.

En su reunión mensual de política monetaria del mes de enero de 2015, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la **tasa de interés** de política monetaria en 3,0% anual. A su vez, la entidad indica que 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 tercer trimestre de 2014, el PIB de Chile creció un 0,8% respecto de igual período del año anterior. En tanto, el PIB del sector construcción disminuyó en 0,5% respecto del mismo trimestre del año anterior, lo que resulta en un crecimiento en los últimos doce meses de 0,8% (+5,1% últimos doce meses al tercer trimestre de 2013), mientras que el de la economía en su conjunto creció un 2,0% (+4,7% últimos doce meses al tercer trimestre de 2013).

Evolución del PIB de Chile vs PIB Construcción



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

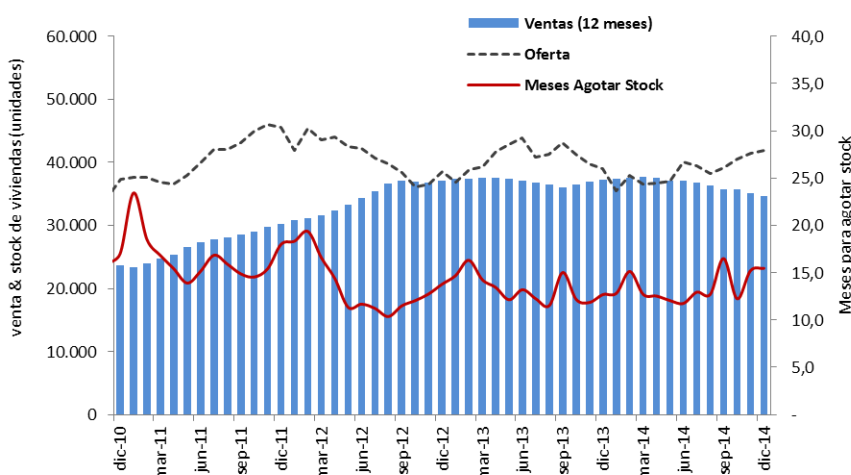
En lo más reciente, el **Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON)** – informado por la Cámara Chilena de la Construcción - anotó un decrecimiento de 2,0% en el mes de diciembre de 2014 respecto de igual mes de 2013. De este modo, el crecimiento de la actividad sectorial durante el 2014 fue prácticamente nulo.

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 Santiago¹² entre enero y diciembre de 2014 registró una disminución de 6,7% respecto del año 2013. Esto significa que durante ese período se comercializaron 34.689 unidades, correspondientes a 9.540 casas y 25.149 departamentos.

Con ello, el stock de viviendas en el Gran Santiago llegó en el mes de diciembre de 2014 a un promedio de 38.700 unidades disponibles para la venta - con una composición de 7.256 de casas y 31.445 de departamentos. Los meses para agotar stock al mes de diciembre llegaron a 15,5 ubicándose por debajo del promedio histórico de los últimos años.

Oferta y Venta de Viviendas - Meses para Agotar Stock



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

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

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



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 y es un actor relevante en cada una de éstas.

En el área de Ingeniería y Construcción, mercado de Chile, entre los principales competidores se encuentran Besalco, Bravo Izquierdo, Brotec, Desco, DLP, DSD, Echeverría 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.

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.

ANEXO I: SEGMENTOS DE OPERACIÓN

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN

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 Mantenimiento 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.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO 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 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 los proyectos donde participa Inmobiliaria Aconcagua S.A. además de los proyectos con terceros asociados a ésta.

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.

ANEXO II: GESTIÓN DE RIESGOS

SalfaCorp es el principal grupo constructor e inmobiliario que opera en Chile y uno de los actores relevantes a nivel sudamericano. A través de su Unidad de Negocios de Ingeniería y Construcción, Salfacorp está enfocado principalmente a la ejecución de proyectos de ingeniería y construcción ; y a través de su Unidad de Negocios Inmobiliario - Aconcagua S.A. - al desarrollo de proyectos inmobiliarios, edificación de viviendas y proyectos no habitacionales.

SalfaCorp recibe distintos requerimientos de sus productos y servicios, las que van de acuerdo a las distintas especialidades que desarrolla en sus Unidades de negocios, y también por 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 de los proyectos de inversión de los mandantes y responde principalmente a factores como los precios de los *commodities*, innovaciones tecnológicas, crecimiento de infraestructura productiva (energía, minería, puertos, recursos hídricos, cemento, celulosa, etc.).
- Obras Civiles y Edificación Habitacional y no Habitacional: la demanda para esta especialidad responde principalmente a factores como expectativas de la economía (en particular acceso y costo al crédito, empleo y consumo), 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, y acceso y costo del crédito hipotecario. La demanda del segmento C2 a C3, segmento en el cual participa principalmente SalfaCorp, es una demanda referida a la primera vivienda con precios entre UF 900 y UF 4.000 la cual tiene ciclos menos elásticos ante cambio en las variables macroeconómicas.

A continuación se presenta una definición de los riesgos que enfrenta Salfacorp, sus características y cuantificación de éstos, así como una descripción de las medidas de mitigación actualmente en uso.

5.1 Riesgos de Mercado

5.1.1 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.

El grupo Salfacorp mitiga este riesgo de la siguiente forma:

- La diversificación de sus líneas de negocio y/o segmentos de producto.
- La operación en distintos mercados geográficos.
- La generación de negocios con estructura de ingresos recurrentes, más asociados a servicios y con mayores barreras de entrada.
- La flexibilidad en la estructura de costos y gastos fijos, donde la Compañía ha sido capaz de anticipar el inicio de ciclos y ajustar su estructura según corresponda.
- En particular, en la Unidad de Negocios de Ingeniería y Construcción, su actividad 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 mitigado con la especialización por áreas, con un volumen predefinido de actividad por cada una de ellas.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



- En particular, en la Unidad Inmobiliaria, el desarrollo y comercialización de proyectos inmobiliarios y prestación de servicios afines constituye una actividad clave del grupo Salfacorp, 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.

5.1.2 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.

Por último, el régimen impositivo en los países donde opera Salfacorp podrían cambiar, afectando la capacidad de generación de flujo de efectivo de la Compañía.

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

5.1.3 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, el grupo Salfacorp enfrenta 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, las barreras de entrada en algunas segmentos del mercado, 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.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



5.2 Riesgos Operacionales

Dicen relación con elementos que pueden afectar la continuidad operacional de los negocios de la Compañía o bien deteriorar su rentabilidad.

5.2.1 Riesgos asociados a Desarrollo de Contratos (continuidad operacional y resguardos al activo fijo) y Siniestros.

El grupo SalfaCorp tiene como política mantener dentro de sus activos fijos al menos el 50% de la maquinaria definida como estratégica para el desarrollo de su negocio (grúas de alto tonelaje y equipos especializados) con el fin de mitigar los posibles incumplimientos de los contratos donde estos equipos son fundamentales para el cumplimiento de los plazos y los costos de su ejecución.

Con respecto al riesgo asociado a potenciales siniestros el grupo Salfacorp enfrenta este riesgo mediante pólizas de seguros para todos sus activos relevante, muebles o 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 presentes o futuras que se ocasionen.

Las pólizas de seguros cubren todo riesgo físico, perjuicios por paralización, responsabilidad civil, manipulación de carga y descarga, entre otros. También, la empresa mantiene cubiertos los riesgos externos y asociados al desarrollo de sus contratos con pólizas de todo riesgo construcción.

5.2.2 Riesgo de precio en insumos y mano de obra

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 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 y costo del crédito de construcción.

En el caso de la mano de obra, el riesgo está relacionado con las variaciones de costo de esta y en menor medida a la disponibilidad. En este sentido, la Compañía administra este riesgo estableciendo contratos con cláusulas de reajuste (serie de precios unitarios), en particular en los contratos de Montaje Industrial. Los contratos de suma alzada son una porción menor de la fuente de ingresos y backlog de la Compañía y además son de plazos de ejecución más cortos, típicamente a un año.

Cuando el precio de insumos y mano de obra no es conocido, o no es proyectable, o es de alta variabilidad, la Compañía opta por contratos por administración o por uso de recursos.

5.2.3 Riesgo de Abastecimiento de Insumos y Contraparte (Abastecimiento y costos)

El grupo Salfacorp 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

5.3 Riesgo Financiero

Es la posibilidad de que la fluctuación de variables de mercado tales como tasas de interés, tipo de cambio, precios de productos, etc., produzcan pérdidas económicas debido a la desvalorización de flujos o activos o a la valorización de pasivos, debido a la nominación o indexación de éstos a dichas variables.

Las políticas en la administración de estos riesgos son establecidas por Salfacorp. Esta define estrategias específicas en función de los análisis periódicos de tendencias de las variables que inciden en los niveles de tipo de cambio e interés.

5.3.1 Riesgo de tipos de cambio. Coberturas

Surge de la probabilidad de sufrir pérdidas por fluctuaciones en los tipos de cambio de las monedas (incluyendo a la UF), 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 monedas diferentes a la moneda funcional (peso chileno), 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 percibe principalmente ingresos en Unidades de Fomento ("UF") 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 los tipos de cambio.

En línea con este escenario, la denominación de la deuda financiera de Salfacorp al 31 de diciembre de 2014 fue principalmente en UF y pesos chilenos, lo que es consistente con el perfil de ingresos y costos de la Compañía. En particular, SalfaCorp muestra un 63,18% de su deuda financiera expresada en UF, lo que genera un efecto en la valorización de estos pasivos respecto del peso. 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.

Adicionalmente, en aquellos casos en que se prevé un riesgo cambiario, la Compañía tiene como política de mitigación de estos riesgos los siguientes mecanismos:

- (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.
- (iii) Cubrir flujos por contratos y/o cobertura de flujo.
- (iv) Traspasar el impacto en costo de dichos riesgo cambiario a precios de venta.

El detalle de la deuda al 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2013 según tipo de moneda, es el siguiente:

Riesgo de tipo de cambio	31-12-2014 %	31-12-2013 %
UF	63,18%	76,14%
Pesos	36,63%	22,93%
Otras Monedas	0,19%	0,93%
Total	100,00%	100,00%

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



La Compañía tiene transacciones denominadas en unidades reajustables, asociadas principalmente a la emisión de bonos, deuda financiera con bancos, contratos con clientes y anticipos.

Análisis de Sensibilidad:

Al 31 de diciembre 2014, el saldo de estos activos y pasivos denominados en unidades de fomento es de M\$ 208.654.811 (exposición pasiva). Un análisis de sensibilidad que considere un cambio en la inflación (deflación) en 100 puntos base tendría un efecto en las pérdidas (ganancias) antes de impuestos de M\$ 2.086.548.

De acuerdo a este análisis, la compañía se encontraría expuesta al riesgo de inflación, pues una parte relevante de sus pasivos financieros están denominados en UF. No obstante, la realidad económica de la Compañía, es que está muy protegida a la inflación puesto que el balance general exhibe saldos de inventarios inmobiliarios y propiedades de inversión que compensan (o calzan) este descalce pasivo en la contabilidad de la Compañía. Dado que estos activos se comercializan en UF, el precio de venta compensa el pasado efecto por la Unidad de Reajuste de los pasivos denominados en UF. Sin embargo esta compensación no se refleja en la misma oportunidad en el estado de resultados.

En base al análisis anterior, la estimación es que la Compañía tenía al 31 de diciembre de 2014 un descalce residual de aproximadamente MUF 4000 – pasivo (neto de existencias).

Posterior al cierre de 2014, en enero 2015, la Compañía contrató forwards de inflación por MUF 1.953 a 12 meses plazo al 2,02%, cubriendo una parte sustancial del descalce económico.

5.3.2 Riesgo de tasa de interés. Coberturas

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 habitacional, no habitacional y de proyectos de inversión – los cambios de las tasas de interés tienen los siguientes impactos:

- (i) afectan las condiciones de financiamiento de los potenciales compradores de viviendas en el Negocio Inmobiliario;
- (ii) afectan las decisiones de inversión de nuevos proyectos en los clientes del área de ingeniería y construcción;
- (iii) afectan el costo de financiamiento de construcción de proyectos inmobiliarios;
- (iv) afectan el costo de financiamiento de inversiones del activo fijo y otros activos de largo plazo;
- (v) a nivel corporativo impactan en el costo financiero de la compañía;

La gestión del riesgo de tasa de interés al interior de la Compañía incluye:

- (i) la estimación de necesidades de financiamiento de la Compañía y posibles variaciones que pudieran afectar el desempeño de la Compañía;
- (ii) la definición de la estructura de deuda (corriente y no corriente);
- (iii) la contratación de financiamientos cuyo costo se ajuste al costo de estudio de los proyectos inmobiliarios. Cabe mencionar que el costo financiero de los proyectos de construcción de viviendas y desarrollos inmobiliarios, forman parte del costo de construcción del activo y por lo tanto del costo de ventas, es decir afectan la rentabilidad operativa de un proyecto inmobiliario. Estos financiamientos se pactan a plazos equivalente al tiempo de desarrollo y comercialización del proyecto, en función de un spread acordado y una "tasa base" de referencia (usualmente la TAB).
- (iv) la adopción de deudas con tasas fijas, o en su defecto, mediante el uso de derivados financieros (swap de tasas).

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



La exposición al riesgo de tasas de interés por parte de SalfaCorp se encuentra presente en sus obligaciones con bancos e instituciones financieras que devengan interés a tasa variable. Al 31 de diciembre de 2014, la Compañía exhibe un acotado riesgo de tasa de interés, en virtud de que sus compromisos financieros están estructurados en un 96,57 % a tasa fija y spreads fijos, por lo que el riesgo de tasa radica en las condiciones que se puedan obtener para su renovación al vencimiento.

Tasa de interés	31-12-2014 %	31-12-2013 %
Tasa de interés fija	96,57%	99,45%
Tasa de interés variable	3,43%	0,55%
Total	100,00%	100,00%

Análisis de Sensibilidad

Al 31 de diciembre de 2014, la Compañía tiene compromisos financieros que devengan interés a tasa variable y ascienden a M\$13.307.163 y por tanto, están sujetos a variaciones en los flujos de interés producto de cambios en la tasa de interés, únicamente asociados a cambios en la "tasa base". Un análisis de sensibilidad que considere un aumento (disminución) en la tasa base en 100 bps, tendría un efecto en las ganancias netas de impuestos de M\$133.072.

5.3.3 Riesgo de Crédito

Este riesgo está referido a la capacidad de terceros de cumplir con sus obligaciones financieras con el grupo 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.

Cuentas Por Cobrar Unidad de Negocios Ingeniería y Construcción

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 así la dependencia de un cliente en particular. Adicionalmente la naturaleza de los contratos de construcción permiten a la Compañía por una parte recibir anticipos monetarios que atenúan el riesgo crédito, y otra parte facturar y recibir el pago del avance de obra mensualmente.

Como procedimiento de la Compañía, 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 éste.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



Cuentas Por Cobrar Unidad de Negocios Inmobiliario

En la unidad de negocio inmobiliario, 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. Adicionalmente, la mayor parte de la venta por escrituración se encuentra financiada por el comprador mediante créditos hipotecarios o financiamiento sobre terrenos, que a su vez resguardan la calidad de la cuenta por cobrar. En ausencia de este resguardo, la Compañía opta por venta de contado o eventualmente mantiene en garantía el bien vendido hasta el pago de la cuenta por cobrar. Este último caso es ocasional y se observa en el negocio de venta de terrenos.

Inversiones Financieras

Respecto de las 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.

5.3.4 Riesgo de Liquidez

Este riesgo se asocia a la capacidad de la Compañía para amortizar o refinanciar los compromisos financieros adquiridos a precios de mercado razonables y a su capacidad para ejecutar sus planes de negocios con su generación de caja operacional y diversos instrumentos de financiamiento.

La exposición al riesgo de liquidez por parte de SalfaCorp 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 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 el directorio de la Sociedad e implementadas por la Gerencia Corporativa de Finanzas

Con el fin de minimizar el riesgo de liquidez, la Compañía efectúa permanentes proyecciones y análisis de flujos de efectivo y mantiene una estructura de financiamiento diversificada según distintas fuentes de financiamiento. Lo anterior se describe a continuación:

a) Proyecciones Financieras y Análisis

La principal fuente de liquidez de la Compañía proviene de los flujos de efectivo de sus actividades operacionales y de financiamientos sobre activos. Los ciclos de generación de efectivo operacional difieren entre la Unidad de Ingeniería y Construcción vs. la Unidad Inmobiliaria; mientras la primera tiene un ciclo de caja corto y un menor capital empleado frente a sus ingresos, la segunda tiene un ciclo de caja largo y un mayor capital empleado frente a sus ingresos y en consecuencia toma mayor relevancia el financiamiento sobre activos, en particular de los proyectos inmobiliarios en construcción.

En función de lo anterior, continuamente se efectúan proyecciones de flujos de caja, requerimiento de inversiones, análisis de la situación financiera de la Compañía y expectativas del mercado de capitales, con el objeto que en caso de requerirlo, contratar nuevos financiamientos o refinanciar los existentes a plazos y costos que sean coherentes con la capacidad de generación de flujos de efectivo de los negocios en que participa la Compañía.

Adicionalmente se han definido políticas estructurales de balance e indicadores de administración de activos, tales como indicadores mínimos de liquidez, nivel de endeudamiento, estructura de financiamiento de sus activos, administración de capital de trabajo, las cuales van asociadas al plazo de retorno de éstos.

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



b) Mantención de Saldos de Efectivo y Equivalentes al Efectivo

La Compañía sostiene una política de mantener un saldo mínimo de caja en torno a los MM\$ 20.000 y los excedentes de caja se invierten principalmente en instrumentos de renta fija, tales como depósitos a plazo inferiores a un año, en bancos de primera línea y en fondos mutuos de renta fija de corto plazo.

Al 31 de diciembre de 2014, la Compañía muestra un saldo de Efectivo y Equivalentes de M\$ 27.924.153.

c) Financiamientos

Al 31 de diciembre de 2014 la deuda financiera, alcanzó a M\$ 387.733.329 y se encontraba compuesta de la siguiente forma:

Composición del Financiamiento	31-12-2014	31-12-2013
Créditos bancarios	58,12%	56,81%
De los cuales: créditos de Construcción	32,30%	29,00%
Cesiones de cartera Con Responsabilidad	6,20%	5,02%
Bonos	22,97%	20,82%
Leasings	5,54%	6,81%
Derivados registrados como cobertura financiera	0,00%	0,03%
Pasivo por Compra de Terrenos	7,17%	10,51%
Totales	100,00%	100,00%

En términos de plazos, un 46,51% de la deuda financiera estaba radicada en el largo plazo, mientras el restante 53,49% en el corto plazo.

En la siguiente tabla se detalla el perfil de vencimientos de los pasivos financieros del Grupo SalfaCorp en base al saldo al 31.12.2014 (en Miles \$):

Financiamientos sobre Activos (31.12.2014)

Tipo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021+	Total
Créditos de Construcción	125.159.883	0	0	0	0	0	0	125.159.883
Leasing	9.551.243	7.135.903	4.715.841	1.465.070	417.927	0	0	23.285.984
Pasivos por Opciones sobre Terrenos	1.282.209	0	8.383.330	0	0	0	0	18.132.877
Total Financiamiento sobre Activos	135.993.335	7.135.903	13.099.171	1.465.070	417.927	0	18.132.877	176.244.283

Financiamiento de Capital de Trabajo (31.12.2014)

Tipo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021+	Total
Créditos Cap. Trab. - Cartas de Crédito	20.316.229	0	0	0	0	0	0	20.316.229
Saldo de Cesiones de Cartera con Responsabilidad	24.037.927	0	0	0	0	0	0	24.037.927
Subtotal Financiamiento Capital de Trabajo	44.354.156	0	0	0	0	0	0	44.354.156

Financiamiento Estructurado (31.12.2014)

Tipo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021+	Total
Créditos Estructurados	28.170.533	19.613.749	18.894.346	10.499.057	2.691.315	0	0	79.869.000
Bonos	27.835.295	2.465.802	2.572.734	2.573.724	25.852.591	2.575.827	25.178.678	89.054.651
Derivados Registrados como Cobertura Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Subtotal Financiamiento Estructurado	56.005.828	22.079.551	21.467.080	13.072.781	28.543.906	2.575.827	25.178.678	168.923.651

Total Financiamiento	236.353.319	29.215.454	34.566.251	14.537.851	28.961.833	2.575.827	43.311.555	389.522.090
Saldo en Caja								27.924.153

Respecto de los vencimientos incluyendo capital e intereses, el detalle es el siguiente:

M\$	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años	más de 5 años
CAPITAL	233.206.647	29.215.454	34.566.251	14.537.851	28.961.833	45.887.382
INTERESES AL VENCIMIENTO	12.572.367	5.500.007	4.450.335	2.989.591	1.956.649	6.590.423

Rut : 96.885.880-7
 Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
 Tipo de Moneda : Miles de Pesos
 Tipo de Balance : Consolidado



Cabe mencionar que la Compañía dispone de financiamientos contratados a largo plazo para refinanciar vencimientos del año 2015. De esta forma, el perfil de los vencimientos quedaría así:

Financiamiento Estructurado (post. Giro tramo II Credito Sindicado Sep-15)

Tipo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021+	Total
Créditos Estructurados (incluye amort. Crédito Sindicado)	28.170.533	25.770.499	25.051.096	16.655.807	8.848.065	0	0	104.496.000
Bonos (pago bono con Crédito Sindicado)	3.208.295	2.465.802	2.572.734	2.573.724	25.852.591	2.575.827	25.178.678	64.427.651
Derivados Registrados como Cobertura Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Subtotal Financiamiento Estructurado	31.378.828	28.236.301	27.623.830	19.229.531	34.700.656	2.575.827	25.178.678	168.923.651
Total Financiamiento	211.726.319	35.372.204	40.723.001	20.694.601	35.118.583	2.575.827	43.311.555	389.522.090

c.1) Financiamientos sobre Activos

Son financiamientos de corto plazo que se sirven contra la venta o uso del activo y no con la generación de flujo de caja operacional (EBITDA) de la Compañía. En esta categoría la Compañía utiliza tres tipos de financiamientos:

- i) *Créditos de Construcción:* corresponden a créditos que financian el desarrollo y construcción de proyectos inmobiliarios. Se contratan al plazo estimado de comercialización de estos proyectos y por ende tienen un calendario de servicio variable y relacionado a la velocidad de venta del proyecto. Estos financiamientos se giran de acuerdo al avance de las obras y se amortizan automáticamente al recibirse el flujo de caja producto de la venta. El valor residual entre el valor venta y el crédito de construcción es equivalente al margen del proyecto más el costo de los terrenos. Este tipo de financiamiento conlleva una garantía real exigida por las instituciones financieras, exclusivamente sobre los bienes en construcción. Contablemente estos pasivos figuran como corrientes, aun cuando su plazo de pago pueda ser sobre un año.
- ii) *Leasings:* corresponden a *arrendamientos financieros* sobre maquinarias y equipos utilizados principalmente en la ejecución de las obras de construcción. Su fuente de pago proviene de los avances de obras, calzado con los plazos de dichos contratos. El bien financiado es de propiedad del arrendador (usualmente una institución financiera), el cual lo arrienda a la Compañía, usualmente con opción de compra al término del contrato.
- iii) *Pasivos por Opciones sobre Terrenos:* corresponden a *derechos* de compra sobre activos (terrenos) que se utilizarían para el desarrollo de futuros proyectos inmobiliarios. Cabe destacar que la Compañía no posee el título ni el derecho de uso y goce de estos activos, pero se ha establecido revelarlos en los estados financieros mientras se mantengan vigentes. En su mayor parte, estos activos se reflejan en el balance como Inventario No Corriente.

El tratamiento contable de este tipo de operaciones se describe a continuación:

- *Operaciones de Venta con opción o promesa de retrocompra*

En aquellos casos en que el grupo Salfacorp venda bienes (por ejemplo, terrenos, macrolotes, viviendas, etc.) celebrando sobre ellos contratos de opciones o promesas de compraventa, son registrados en el activo y pasivo de la Compañía, de acuerdo a NIC 17 - Arrendamientos Financieros (Ver Nota 2.23), difiriendo cualquier resultado que se produzca en la venta y reconociendo el pasivo financiero relacionado de acuerdo a lo descrito en Nota 2.9.4.2 Otros pasivos financieros.

- *Operaciones por compra de derechos*

En aquellos casos en que el grupo Salfacorp celebre contratos por la compra de derechos sobre bienes (por ejemplo, terrenos, macrolotes, viviendas, etc.) para aportar a futuros negocios conjuntos, son registrados como activos y pasivos financieros de acuerdo a lo establecido en la NIC 32 – Instrumentos Financieros.

- *Operaciones de contratos de opciones*

En aquellos casos en que el grupo Salfacorp celebre contratos de opciones para compra de bienes (por ejemplo, terrenos, macrolotes, viviendas, etc.) para los cuales la compañía no ha definido su compra y no tiene el derecho a uso para el objeto principal, se ha establecido solo revelar estas opciones en Nota 34 de los presentes estados financieros consolidados intermedios mientras se mantengan estas condiciones y/o contratos vigentes.

En todos los caso anteriores, la fuente de repago del pasivo es el propio activo y no el flujo operacional de la Compañía.

c.2) Financiamiento del Capital de Trabajo

En esta categoría, la Compañía utiliza dos tipos de instrumentos:

- i) *Créditos para Capital de Trabajo:* son líneas de crédito rotativas de corto plazo, utilizadas para financiar desfases temporales de flujo de caja y la continuidad normal del negocio, particularmente compra de materias primas, financiar cuentas por cobrar y proveedores. Se sirven contra la generación de flujo de caja operacional proveniente del negocio, en particular de las cuentas por cobrar. La Compañía cuenta con permanentes holguras en estas líneas de crédito.
- ii) *Cesiones de Cartera con y sin Responsabilidad:* es política de la Compañía obtener recursos mediante cesiones de cartera (de facturas o escrituras), las cuales se realizan con (y sin) responsabilidad para la Compañía. El volumen de estas operaciones junto con las cesiones sin responsabilidad se limita hasta un 50% de la facturación o escrituración mensual y contribuye a mantener la posición mínima de efectivo. La fuente de pago de estos instrumentos es el propio activo cedido.

El tratamiento contable de las cesiones de cartera sin responsabilidad, es registrar un cargo a resultados (equivalente a la diferencia entre el precio de la cesión y el valor en libros de la cartera) al momento de percibir los flujos desde la empresa cesionaria. El cargo en resultados es función del plazo estimado a priori en el cual el cliente pagará la factura o escritura; en el caso que haya una diferencia marginal entre este plazo y el plazo efectivo, se liquida la diferencia una vez percibido el flujo por el cesionario. En caso de que el documento cedido no sea cancelado por el deudor, la Compañía no se hace responsable por la solvencia del deudor, de modo que el riesgo material sobre este documento es de cargo del cesionario y en consecuencia no hay pérdida para la Compañía. Asimismo, las empresas cesionarias se reservan unilateralmente el derecho de elegir los Deudores cuyos créditos adquieran, para lo cual la Compañía entrega previamente los antecedentes para una adecuada evaluación de riesgos.

El tratamiento contable de las cesiones de cartera con responsabilidad, es registrar un cargo a resultados al momento de percibir los flujos desde la empresa cesionaria. En caso de que el documento cedido no sea cancelado por el deudor, la Compañía se hace responsable por la solvencia del deudor, de modo que el riesgo material sobre este documento es de cargo de la Compañía y en consecuencia se registra la obligación financiera de cesión de cartera con responsabilidad dentro del rubro otros pasivos financieros.

Rut : 96.885.880-7
Período : 01-01-2014 al 31-12-2014
Tipo de Moneda : Miles de Pesos
Tipo de Balance : Consolidado



Las partidas contables que son afectadas por las operaciones antes mencionadas son: Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar, Cuentas por cobrar Comerciales y otras cuentas por cobrar, Otros pasivos financieros y Costos financieros.

c.3 Financiamientos Estructurados

Consiste en financiamientos locales o internacionales, con el público o con instituciones financieras. Tienen calendarios de amortizaciones a largo plazo, según el calendario establecido en cada contrato. Su propósito es financiar inversiones de largo plazo y/o refinanciar pasivos de corto plazo para adecuar el calendario de servicio del endeudamiento a la generación de flujo de efectivo. La fuente de pago proviene del flujo de caja operacional de las Unidades de Negocio, proveniente de la renta generada por estas inversiones.

A diferencia de los tipos de financiamiento anteriores, en su mayoría en esta categoría los financiamientos son contratados a nivel de casa matriz – Salfacorp S.A. En esta categoría la Compañía utiliza dos tipos de financiamientos:

- i) *Créditos Estructurados con Instituciones Financieras:* corresponden a obligaciones financieras mediante contratos bilaterales y créditos sindicados.
- ii) *Bonos y Efectos de Comercio:* obligaciones con el público

Para ambos tipos de financiamiento, no se constituyen garantías reales, sin embargo, la Compañía o sus subsidiarias pueden actuar como aval, fiador o codeudor solidario para un determinado financiamiento de largo plazo, como lo indica la Nota 34.2 "Contingencias". Además, para éstos financiamientos de largo plazo, la Compañía debe cumplir con ciertos indicadores financieros (*covenants*) siendo los más comunes los de cobertura de gastos financieros netos y nivel de endeudamiento. Estos indicadores están relevados en Nota 34.4 "Restricciones".

d) Aumentos de Capital

La Compañía opta por emitir capital en forma pública a nivel de Salfacorp, o eventualmente en forma privada sobre alguna de sus filiales o coligadas directas o indirectas. En estos casos la Compañía utiliza este vehículo para financiar inversiones de largo plazo o eventualmente ajustar sus indicadores financieros a los establecidos por el Directorio de Salfacorp.