



ACCIÓN DE RATING

3 de mayo, 2021

Reseña anual de clasificación

RATINGS

SALFACORP S.A.

Solvencia y bonos	BBB
Tendencia	Estable
Estados financieros	4Q-2020

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgadillo +56 2 2896 8211
Analista de Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

SalfaCorp S.A.

Reseña anual de clasificación de riesgo

ICR ratifica en categoría BBB/Estable la clasificación de solvencia y bonos de [SalfaCorp](#).

El 2020 fue un año desafiante para SalfaCorp y la industria en general, dado los impactos negativos causados por la pandemia, que profundizaron los efectos ya observados tras el estallido social de octubre de 2019. Ante este escenario, asignamos una tendencia **En Observación** a la clasificación de la compañía en abril de 2020, al igual que al resto de los emisores del sector evaluados por ICR.

Si bien los resultados de las compañías de la industria se vieron afectados por la menor actividad generada durante el 2Q-20 y algunos meses del 3Q-20, destacamos la reactivación significativa que se ha evidenciado a partir de septiembre de 2020, la que se fortaleció en el último trimestre del año, y que se ha mantenido hacia los primeros meses de 2021. Ante esto, mejoramos recientemente desde **En Observación hasta Estable** la tendencia asignada al rating de SalfaCorp, sustentados en las perspectivas de recuperación para 2021, la que proyectamos, debiese ocurrir de manera parcial pero consistente en el corto plazo, esperando que los niveles de actividad previos a la pandemia se retomen completamente hacia el mediano plazo.

Es importante destacar que la construcción pasó a ser considerada como actividad esencial, lo que permite continuar con obras en comunas que se encuentren en cuarentena, siendo un factor clave para proyectar una recuperación para este año. De este modo, los eventuales riesgos que podrían afectar las perspectivas de corto plazo están asociados al endurecimiento hipotético de las restricciones sanitarias que limiten nuevamente el funcionamiento de la industria, junto a las presiones relacionadas al aumento observado en el precio de ciertos materiales y en el costo de mano de obra de algunas especialidades.

La clasificación de la compañía se fundamenta en factores relacionados a su negocio, como el buen nivel de diversificación, la gran escala de operaciones, la participación de mercado, el buen grado de formalización de sus procesos de control de proyectos, las relaciones contractuales inclinadas hacia el largo plazo, la cobertura de riesgos gracias a la estructura de sus contratos, junto a la integración vertical y la gestión de terrenos de su área inmobiliaria. A lo anterior se suma su fortaleza financiera categorizada en un rango “adecuado” para su clasificación de riesgo, pero con márgenes por debajo de sus comparables, lo que influye negativamente en su rating.

Para el caso de SalfaCorp, los factores asociados al riesgo del negocio indican que la clasificación se inclina hacia categoría BBB+. Por otra parte, la fortaleza financiera de la empresa, junto a factores adicionales como sus márgenes y rentabilidades, conducen a un rating final de BBB.

Perfil de la Empresa

SalfaCorp es una sociedad que participa dentro de la industria de construcción y desarrollo inmobiliario, con más de 90 años de experiencia dentro del mercado local. Actualmente, la compañía cuenta con cuatro unidades de negocios: ingeniería y construcción (principal segmento), inmobiliaria (operado por Aconcagua), edificación, y rentas y desarrollo inmobiliario.

En 2004, la sociedad realizó una reestructuración corporativa de su negocio bajo la matriz SalfaCorp S.A. y, a su vez, se produjo su apertura en bolsa, a través de la cual se obtuvo una recaudación cercana a los US\$ 24 millones (equivalente al 25% de la propiedad). SalfaCorp no cuenta con un grupo controlador ni con un pacto de actuación conjunta, y en su propiedad destaca la participación de fondos de inversión, que representaban un 41,4% de la propiedad al cierre de 2020, mientras que los directores y principales ejecutivos contaban con una participación del 26,5%.

Industria de desarrollo inmobiliario y construcción en Chile

Perspectivas de recuperación para la industria durante 2021, luego de los impactos significativos reportados en los resultados de las compañías en 2020 producto de la pandemia

Tras las restricciones sanitarias impuestas por la autoridad para contener la propagación del virus en el país, la actividad de la industria se comenzó a resentir rápidamente, la cual ya venía afectada posterior al estallido social de octubre de 2019. En específico, el área inmobiliaria profundizó la reducción en los niveles de promesamiento y escrituración, observándose un incremento de la tasa de desistimiento de promesas de compraventa de viviendas, junto a un aplazamiento de lanzamientos de nuevos proyectos. Esto, en un contexto donde el deterioro económico impactó negativamente en los niveles de empleo y en el acceso al financiamiento hipotecario.

El área de construcción, por su parte, incorporó los efectos de la movilidad restringida, la paralización de obras no consideradas como esenciales y la postergación de inicios de construcción de proyectos, lo que se vio manifestado en la reducción anual de 12,2% que registró la inversión agregada en construcción de acuerdo con las cifras de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

Pese a los efectos negativos reportados por la industria en los primeros meses de la pandemia, la actividad sectorial inició una recuperación hacia fines del 3Q-20, la que se potenció durante el 4Q-20, y se ha extendido hacia lo que va de este año. Con esto, nuestras perspectivas para la industria de construcción y desarrollo inmobiliario han mejorado y, tal como indicamos en nuestro reporte de [enero de 2021](#), esperamos una recuperación parcial para el corto plazo, con una mayor probabilidad de alcanzar los niveles de actividad previos a la pandemia en el mediano plazo.

Bajo este escenario, [mejoramos recientemente la tendencia](#) asignada a algunos emisores de la industria desde En Observación hasta Estable (incluyendo a SalfaCorp), destacando factores como el adecuación de sus negocios al nuevo escenario de mercado producto de la pandemia, sin afectar los equilibrios de mediano y largo plazo, el fortalecimiento del backlog a ejecutar, los planes de ahorros en gastos de administración implementados, y el adecuado acceso a financiamiento que mantuvieron para el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
BTG Pactual Small Cap Chile FI (Cuenta Nueva)	12,59%
Compass Small Cap Chile FI	11,66%
Inversiones Ascotan Limitada	8,03%
Siglo XXI FI	7,23%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	5,93%
Inversiones Atlántico Limitada	4,47%
FI Santander Small Cap	3,68%
Bolsa de Comercio de Santiago	3,35%
Inversiones Yuste S.A.	3,31%
BCI Small Cap Chile FI	3,31%
Inversiones Santa Isabel Limitada	3,24%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	2,26%

Fuente: CMF, a marzo de 2021

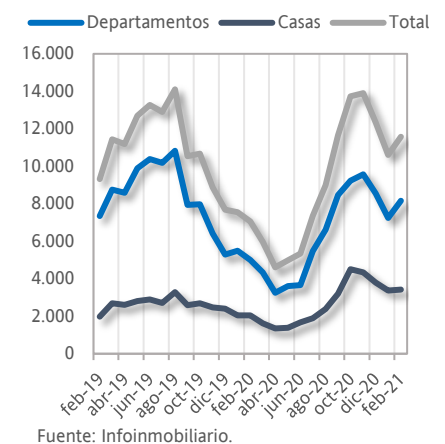
DIRECTORIO

Andrés Navarro H.	Presidente
Aníbal Montero S.	Vicepresidente
Vicente Domínguez V.	Director
Fernando Rioseco Z.	Director
Pablo Salinas E.	Director
Francisca Castro F.	Director
Joaquín Villarino H.	Director

Fuente: CMF.

Industria inmobiliaria: Promesas evidenciaron fuerte recuperación a partir de septiembre de 2020

Evolución promesas mensuales RM hasta febrero de 2021 (MUF)



Clasificación de riesgo del negocio: **BBB+**

El alto nivel de diversificación y la gran escala de operaciones de SalfaCorp impactan positivamente en la clasificación de riesgo de su negocio

Opinamos que SalfaCorp ha logrado diversificar sus operaciones en un mayor grado respecto a otros comparables del sector, la cual se enfoca principalmente en Chile, pero que también incluye la prestación de servicios en mercados internacionales. En particular, la compañía cuenta con cuatro unidades de negocios, correspondientes a: ingeniería y construcción (ICSA), desarrollo inmobiliario (Inmobiliaria Aconcagua), edificación, y rentas y desarrollo inmobiliario. Junto a esto, destacamos positivamente su gran tamaño relativo, que le permite posicionarse como líder de la industria nacional en términos de ventas. Al cierre de 2020, la compañía alcanzó una participación de mercado en torno al 4% en Chile¹ considerando todos sus segmentos, y sus ingresos consolidados llegaron a \$400.211 millones (valor menor al promedio de los últimos cinco años que se ubicó cercano a los \$650.000 millones, dado los efectos de la pandemia en la facturación).

La compañía continúa evidenciando un buen grado de formalización de sus procesos de control de proyectos, con fuerte capacidad interna para intervenir en etapas cuando es requerido

Opinamos que la estructura societaria de la compañía favorece la capacidad interna sobre el control de proyectos, a través de un proceso altamente formalizado, junto a prácticas de gobierno corporativo que son más bien conservadoras, cuyo foco de crecimiento se mantiene inclinado hacia actividades dentro de las cuales SalfaCorp cuenta con un alto grado de especialización.

Dado lo anterior, estimamos que la empresa mantiene una buena habilidad para evitar eventuales pérdidas significativas en proyectos, y enfrentar riesgos de *default* o incumplimiento de contratos por parte de proveedores y contratistas. Este último punto se ve favorecido por la capacidad de negociación tanto a nivel nacional como internacional, ya que SalfaCorp cuenta con una oficina comercial en China para la búsqueda de insumos de construcción.

Relaciones contractuales del negocio de ingeniería y construcción se inclinan hacia el largo plazo, manteniendo adecuada cobertura ante riesgos de sobrecostos

Consideramos que la estructura de los contratos de SalfaCorp entregan una buena cobertura en términos de eventuales sobrecostos asociados a los precios de insumos y mano de obra. Al respecto, la compañía cuenta con cláusulas de reajuste (serie de precios unitarios) en gran parte de sus contratos de montaje industrial, área que representó un 55% del saldo de obras contratadas por ejecutar al cierre de 2020. Los contratos de suma alzada, en tanto, representan una menor proporción, y usualmente son de plazos más cortos. Asimismo, cuando el precio del insumo es desconocido o presenta dificultades en su proyección, se establecen contratos por administración o por uso de recursos. Este punto toma especial relevancia en la actualidad, puesto que la significativa recuperación de la industria en contexto de pandemia ha presionado al alza el precio de ciertos materiales y el costo de mano de obra en algunas especialidades.

Estimamos que la reputación técnica y su liderazgo favorecen la capacidad de SalfaCorp de establecer relaciones contractuales de largo plazo con mandantes.

Posicionamiento de mercado del segmento inmobiliario sustentado en un modelo de negocios verticalmente integrado y en una buena gestión de terrenos

Opinamos que el modelo de negocios de Inmobiliaria Aconcagua representa una fortaleza para el segmento. En particular, el proceso incluye etapas de estudio de

SEGMENTOS DE NEGOCIOS DE SALFACORP

Ingeniería y construcción (I&C): La compañía ofrece servicios de montaje industrial, minería, y edificación de obras civiles y habitacionales, a través de su filial ICSA. Además, este segmento participa en mercados extranjeros, con presencia en Perú (servicio de montaje industrial y construcción) y en Panamá (enfocado en obras marítimas).

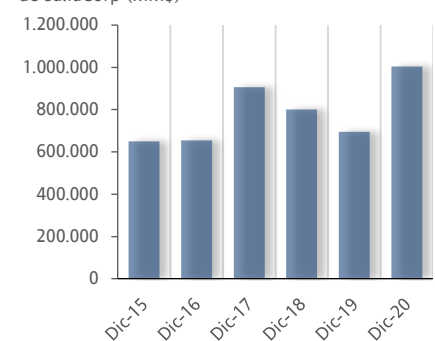
Inmobiliario: Línea operada a través de su filial Aconcagua, contando con proyectos distribuidos en diversas regiones del país y en diversos tipos de productos: edificios en altura, casas y departamentos de 4 pisos en condominio, y proyectos de vivienda con subsidio (formato DS19 y DS01). El negocio inmobiliario de la compañía se encuentra verticalmente integrado, abarcando las etapas de estudio de mercado y detección de oportunidades, adquisición de terrenos estratégicos, diseño y desarrollo de los proyectos, venta y postventa.

Edificación: Área operada por Novatec y Noval, las cuales se encargan de satisfacer la demanda de servicios de construcción habitacional y de infraestructura, asociada a los proyectos que desarrolla Inmobiliaria Aconcagua, junto a la construcción de viviendas con subsidio en formato DS49 con el SERVIU.

Rentas y desarrollo inmobiliario: Segmento encargado principalmente de la gestión de terrenos de la compañía, pero con desarrollo incipiente de proyectos de renta comercial e industrial.

Backlog del área I&C logró crecer 44,4% entre 2019 y 2020

Evolución del *backlog* total combinado (incluye consorcios) del segmento ingeniería y construcción de SalfaCorp (MM\$)



Fuente: Análisis razonado

mercado y detección de oportunidades, adquisición de terrenos, diseño y desarrollo de proyectos, venta y postventa. En esta unidad de negocios la empresa cuenta con un buen nivel de diversificación por precio (principalmente unidades desde UF 1.500 a UF 3.000), producto (casas, departamentos y viviendas con subsidio) y zona geográfica. También es un punto importante para el segmento inmobiliario la gestión de terrenos para el desarrollo de futuros proyectos, actividad gestionada por la unidad de rentas y desarrollo inmobiliario de SalfaCorp, y que es relevante en el contexto actual donde la mayor actividad de la industria impulsará el nivel de lanzamientos de nuevos proyectos.

Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

Resultados de 2020 afectados por la contingencia sanitaria

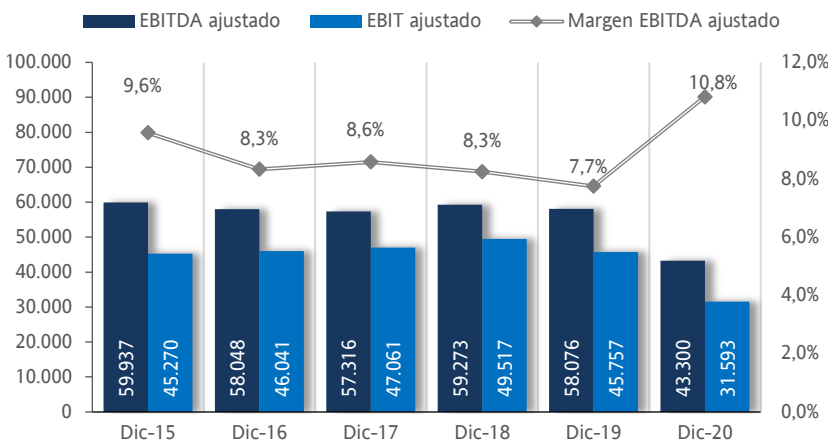
SalfaCorp, al igual que la industria en general, capturó los efectos negativos de la pandemia en la actividad de la construcción y del segmento inmobiliario, lo que se reflejó en el ajuste significativo de sus resultados durante 2020. Consideramos que las variaciones negativas evidenciadas por SalfaCorp se ubicaron dentro de nuestras expectativas, y no representarían un cambio estructural en la situación financiera de la compañía. De hecho, ésta comenzó a recuperarse significativamente a partir de septiembre de 2020, en la medida que las restricciones sanitarias se fueron flexibilizando.

Si bien las mejores perspectivas para 2021 nos condujeron a modificar desde En Observación a Estable la tendencia asignada a la clasificación de la compañía, tal como hemos indicado en reportes anteriores, el desafío actual para el sector inmobiliario en particular es retomar las decisiones de inversión postergadas por la pandemia, de manera que no se vean afectados los resultados del mediano plazo por una presión en los stocks disponibles para la venta.

La compañía reportó ingresos consolidados por \$400.211 millones al cierre de 2020, lo que representó una reducción de 46,6% respecto a 2019, y se explicó por la menor facturación en todas las unidades de negocios. A nivel consolidado, el área de ingeniería y construcción disminuyó sus ingresos 46,8% (-44,1% considerando los ingresos proporcionales por participación en consorcios), las ventas inmobiliarias se redujeron 54,2% (-9,8% incluyendo ingresos proporcionales por proyectos con terceros), la facturación de edificación decreció 30,6% y la del segmento de rentas y desarrollo inmobiliario lo hizo en 30,6%.

EBITDA ajustado se redujo 25,4% entre 2019 y 2020, dado los impactos negativos de la pandemia

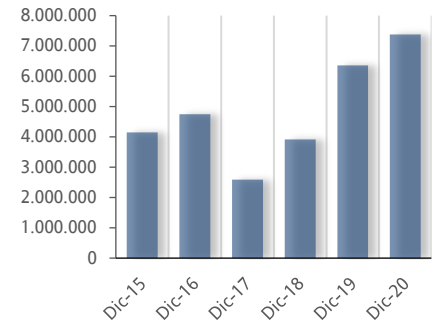
Evolución EBITDA ajustado (MM\$), EBIT ajustado (MM\$) y margen EBITDA ajustado (%)



Fuente: Estados financieros

Backlog de promesas por escriturar con crecimiento en casas y edificios de menor altura, junto a viviendas con subsidio

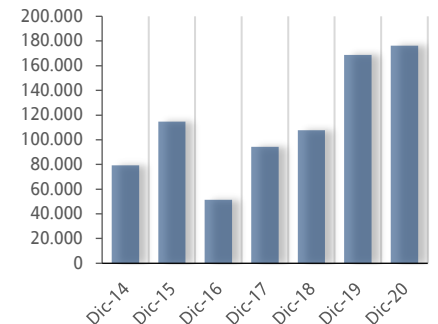
Evolución saldo total combinado (proyectos propios y con socios) de promesas por escriturar de Inmobiliaria Aconcagua (UF)



Fuente: Análisis razonado

Backlog de edificación creció 4,5% entre 2019 y 2020, principalmente por el desarrollo de proyectos inmobiliarios con socios

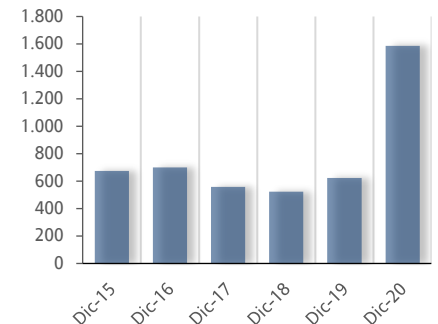
Evolución backlog de edificación de SalfaCorp (MM\$)



Fuente: Análisis razonado.

Backlog de promesas de compraventa de terrenos creció 155% entre 2019 y 2020

Evolución backlog combinado de promesas de compraventa de terrenos de la unidad de rentas y desarrollo inmobiliario de SalfaCorp (MUF)



Fuente: Análisis razonado.

Aunque los costos de venta se adecuaron al nuevo nivel de actividad (-47,7%), la ganancia bruta disminuyó 35,4% entre 2019 y 2020. Si bien los gastos de administración disminuyeron 23,3% en línea con el plan de ahorro en gastos implementado al cierre de 2019 y los ajustes relativos al contexto de pandemia, el EBITDA ajustado² de la compañía llegó a \$43.300 millones, reduciéndose 25,4%. La menor disminución proporcional del EBITDA respecto a los ingresos condujo a que el margen EBITDA ajustado³ creciera desde 7,7% hasta 10,8%. El EBIT ajustado⁴, por su parte, alcanzó los \$31.593 millones, disminuyendo 31%.

Dado los impactos antes señalados debido a la pandemia por Covid-19, SalfaCorp cerró 2020 con una utilidad del ejercicio de \$13.747 millones, monto 40,9% menor a la ganancia de \$23.263 millones reportada en 2019.

El flujo de caja operacional⁵ de la compañía se redujo 22,8%, debido a que el menor pago a proveedores no compensó la caída en los cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios. El flujo de inversión⁶ disminuyó 21% por el menor saldo procedente de préstamos de sociedades con participación no controladora. Finalmente, el flujo de financiamiento⁷ creció 69,4% por el menor pago de deuda.

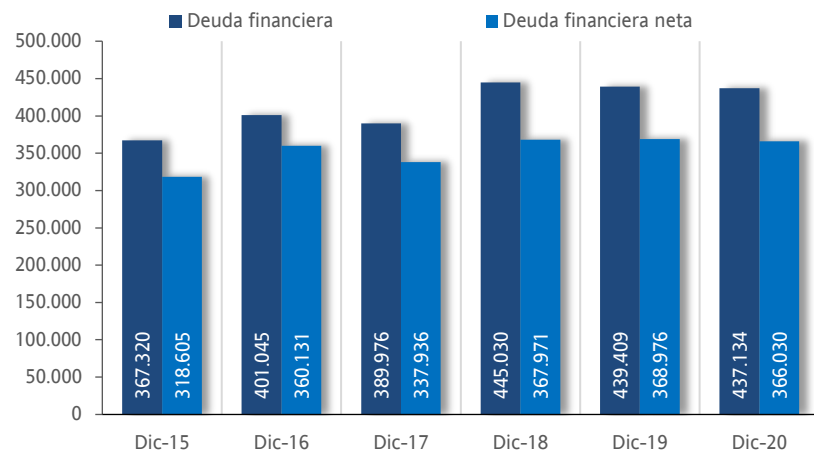
Destacamos positivamente el crecimiento en el *backlog* logrado por la compañía en 2020, principalmente en el área de ingeniería y construcción, el cual se incrementó 44,4% comparado al de 2019 (total combinado incluyendo consorcios). En el caso de la unidad inmobiliaria, el crecimiento fue de 15,2% (total proporcional), mientras que en edificación se observó una variación positiva de 4,5%. Estas cifras permiten proyectar un buen nivel de actividad para los próximos períodos.

Estimamos que SalfaCorp contaría con capacidad suficiente para cubrir sus obligaciones financieras de corto plazo

SalfaCorp reportó un stock de deuda financiera⁸ de \$437.134 millones, cifra que se mantuvo prácticamente sin variaciones respecto a 2019 (-0,5%). Lo anterior se explicó porque el crecimiento de las obligaciones relacionadas al financiamiento de terrenos (+10,8%), capital de trabajo (+60,1%) y bonos corporativos (+1,1%), fue compensado por un menor nivel de deuda asociada a los créditos de la construcción (-11,1%), opciones de terrenos (-10,1%), leasing (-15,9%), financiamiento de proyectos (-91,2%) y créditos estructurados (-12,9%). En línea con una caja estable (+0,4%), la deuda financiera neta⁹ disminuyó 0,8%, llegando a \$366.030 millones.

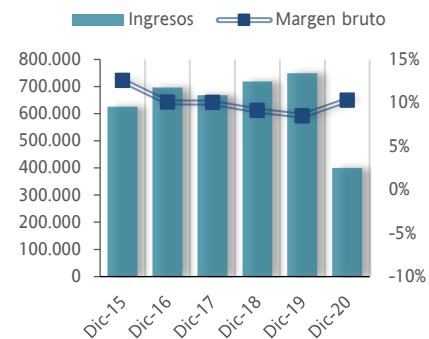
Deuda financiera de SalfaCorp se mantuvo estable entre 2019 y 2020

Evolución de deuda financiera total y neta (MM\$)



Fuente: Estados financieros

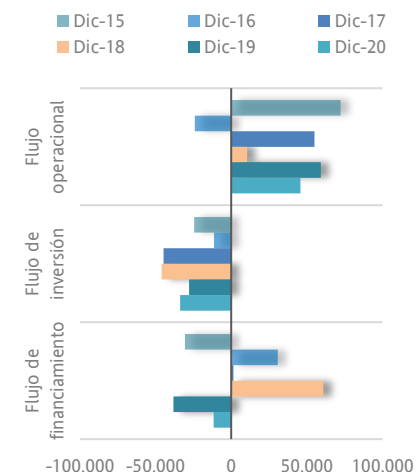
Ingresos consolidados capturaron la menor facturación en todas las unidades de negocios durante 2020, pero margen bruto se incrementó en aproximadamente dos puntos porcentuales. Evolución ingresos consolidados (MM\$) y margen bruto (%) del segmento I&C



Fuente: Estados financieros

Flujo operacional de SalfaCorp se redujo 22,8% entre 2019 y 2020 por menor saldo neto entre la recaudación y el pago a proveedores

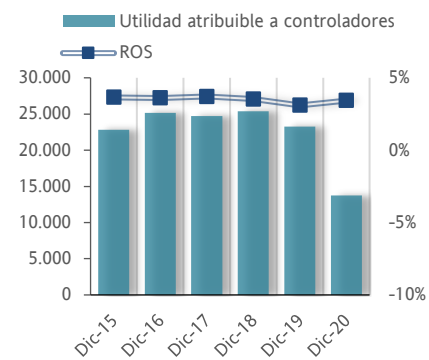
Evolución de flujos de efectivo (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Utilidad de los controladores de SalfaCorp se redujo 40,9%, pero ROS no evidenció mayor variación

Evolución utilidad atribuible a controladores (MM\$) y ROS (%)



Fuente: Estados financieros

Existe una concentración relativamente alta de la deuda financiera de la compañía al corto plazo (40,2%), pero esto se explica principalmente por el financiamiento de proyectos inmobiliarios, el cual se va amortizando conforme avanza la escrituración. De la deuda estructurada, SalfaCorp tiene vencimientos programados para 2021 por UF 106.000 relacionados a bonos (series B y G), y por UF 450.000 millones asociados al crédito sindicado. El calendario de amortización de la empresa muestra un mayor vencimiento de deuda estructurada para 2022 (+67% respecto a 2021), por lo que no descartamos que se produzcan eventuales refinanciamientos.

Considerando la caja al cierre de 2020, un flujo operacional corregido por el flujo de financiamiento dado el ciclo del negocio de las empresas del rubro que podría mejorar con la mayor actividad esperada para 2021, y los egresos recurrentes asociados a inversión, impuestos y dividendos, estimamos que SalfaCorp contaría con holgura suficiente para cubrir sus obligaciones financieras (capital e intereses) de los próximos doce meses (RCS¹⁰).

Dado que las cuentas de balance presentaron variaciones leves, los indicadores de endeudamiento no evidenciaron cambios materiales dentro del período. Con esto, el ratio de endeudamiento total pasó desde 1,85 veces en 2019 hasta 1,80 veces en 2020, mientras que el endeudamiento financiero varió desde 1,16 veces hasta 1,14 veces, y el endeudamiento financiero neto pasó desde 0,97 veces hasta 0,96 veces.

A pesar de que los gastos financieros netos ajustados (incluye costo financiero reconocido en inventarios) disminuyeron 10,8% entre 2019 y 2020, predominó la reducción de EBIT, lo que implicó que el indicador de EBIT ajustado sobre gastos financieros ajustados disminuyera desde 1,90 veces hasta 1,47 veces.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20
Endeudamiento total ¹¹	1,81	1,71	1,72	1,92	1,85	1,80
Endeudamiento financiero ¹²	1,09	1,15	1,07	1,19	1,16	1,14
Endeudamiento financiero neto ¹³	0,94	1,03	0,93	0,98	0,97	0,96
EBIT ajustado / gastos financieros ajustados ¹⁴	2,40	2,35	2,30	2,04	1,83	1,40
EBIT ajustado / gastos financieros netos ajustados ¹⁵	2,59	2,55	2,42	2,18	1,90	1,47
Razón circulante ¹⁶	1,01	0,91	0,93	1,05	0,95	0,91
Razón ácida ¹⁷	0,69	0,65	0,67	0,81	0,76	0,71

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

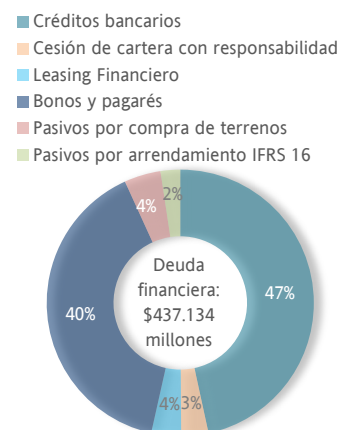
Factores adicionales: Márgenes y rentabilidades

Continuamos considerando que, si bien los indicadores crediticios de la compañía permiten categorizar su fortaleza financiera en un nivel considerado por ICR como adecuado, los márgenes de SalfaCorp tienden a ser menores respecto a sus comparables. Aun cuando los márgenes se incrementaron durante 2020, esto obedece al contexto particular de la pandemia, en el cual las ventas se redujeron significativamente. De este modo, la tendencia muestra una reducción continua del margen bruto a partir de 2015, con un margen EBITDA posicionándose consistentemente en torno al 8%, nivel inferior al rango objetivo para una evaluación del riesgo del negocio en categoría BBB+.

Adicionalmente, las rentabilidades del negocio de SalfaCorp se ubican dentro del promedio de la industria, pese a su gran tamaño relativo en el mercado nacional. De este modo, tanto los márgenes como las rentabilidades de la empresa reducen en un *notch* la clasificación de riesgo por el momento, conduciendo a un rating final de solvencia en categoría BBB.

Deuda financiera compuesta principalmente por créditos bancarios y bonos

Apertura de deuda financiera por tipo al cierre de 2020 (%)



Fuente: Estados financieros

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

Opinamos que la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N° 534 (serie B), N° 643 (series G y T), N° 892 (series R y S), N° 961 (sin series vigentes) y N° 962 (sin series vigentes). Adicionalmente, SalfaCorp mantiene deuda vigente en la serie P, con cargo a la línea N°642, la cual venció en 2020. El detalle es el siguiente:

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 534	Línea 643	Línea 892	Línea 961	Línea 962
Fecha inscripción	09-may-2008	02-sep-2010	05-abr-2018	30-ago-2019	30-ago-2019
Plazo (años)	29,83	30	10	10	30
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000	UF 4.000.000	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	UF 447.368	UF 1.578.947	UF 2.000.000	-	-
Series vigentes	B	G y T	R y S	-	-

Fuente: Elaboración propia con información CMF.

Principales características series de bonos colocadas con deuda vigente

	Serie B	Serie P	Serie G	Serie T	Serie S
N° de inscripción	534	642	643	643	892
Fecha inscripción	13-may-2008	11-abr-2018	03-sep-2010	24-abr-2019	14-nov-2018
Plazo (años)	21,00	6,92	21,08	10,92	10,83
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000	UF 2.000.000	UF 1.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.000.000	UF 2.000.000	UF 1.000.000	UF 1.000.000	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 447.368	UF 2.000.000	UF 578.947	UF 1.000.000	UF 2.000.000
Tasa emisión (%)	4,50	3,00	4,00	2,40	2,90
Garantía	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Vencimiento	31-may-2029	05-abr-2025	15-oct-2031	15-abr-2030	05-dic-2029

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices.

Principales características series de bonos vigentes, pero no colocadas

	Serie R
N° de inscripción	892
Fecha inscripción	14-nov-2018
Plazo (años)	6,83
Monto inscrito	UF 1.000.000
Monto colocado	-
Deuda vigente	-
Tasa emisión (%)	2,65
Garantía	No contempla
Vencimiento	-

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices. **Nota:** Las series O y Q ya vencieron, por lo que excluyen de estas tablas.

El detalle de las restricciones financieras asociadas a las obligaciones con el público vigentes es el siguiente:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Series	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dic-20
Endeudamiento financiero neto consolidado ¹⁸	2,0 veces	P, G y T (Líneas 642 y 643); S (Línea 892); B (Línea 534)	0,85	0,89	0,84	0,89	0,82
		P, G y T (Líneas 642 y 643) ¹⁹	4,88	4,49	4,91	4,62	4,20
Cobertura de gastos financieros netos consolidado	2,5 veces	S (Línea 892) ²⁰	4,88	4,49	4,91	4,62	4,18
		B (Línea 534) ²¹	4,88	4,49	4,91	4,62	4,18

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Evolución de ratings

Evolución de clasificaciones de solvencia y bonos de SalfaCorp

Fecha	Solvencia	Bonos	Tendencia	Motivo
20-abr-2020	BBB	BBB	En Observación	Primera clasificación
14-abr-2021	BBB	BBB	Estable	Cambio de tendencia
30-abr-2021	BBB	BBB	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Activos corrientes	413.192	369.229	379.464	441.407	378.464	335.320
Activos no corrientes	535.697	578.191	612.968	654.361	706.615	736.654
Efectivo y equivalentes	44.912	39.963	51.468	76.582	69.787	70.100
Inventarios corrientes	131.963	102.831	105.245	100.751	75.800	75.505
Inventarios no corrientes	227.265	261.640	260.960	274.917	283.994	296.845
Pasivos corrientes	408.454	407.039	407.116	421.826	399.089	366.576
Pasivos no corrientes	203.199	191.342	220.566	298.760	305.749	322.804
Deuda financiera corriente	198.088	245.789	222.426	190.441	181.174	175.642
Deuda financiera no corriente	169.231	155.257	167.550	254.589	258.235	261.492
Deuda financiera bruta	367.320	401.045	389.976	445.030	439.409	437.134
Deuda financiera neta	318.605	360.131	337.936	367.971	368.976	366.030
Patrimonio	337.235	349.040	364.750	375.182	380.240	382.563
Ingresos de explotación	625.431	696.857	667.920	718.383	749.600	400.211
Ganancia bruta	78.580	70.046	66.994	65.360	63.764	41.203
Margen bruto (%)	12,6%	10,1%	10,0%	9,1%	8,5%	10,3%
Ingresos financieros	1.421	1.574	983	1.520	964	1.044
Gastos financieros en resultados	10.235	12.342	8.473	10.401	11.120	9.557
Gastos financieros en el costo de venta	3.038	3.906	6.155	9.605	7.276	8.045
Gastos financieros activados del período	8.650	7.260	11.984	13.864	13.941	12.976
Gastos financieros ajustados ²²	18.885	19.603	20.457	24.264	25.061	22.532
Gastos financieros netos ajustados ²³	17.464	18.029	19.474	22.744	24.098	21.489
Resultado del ejercicio atribuible al controlador	22.814	25.164	24.724	25.365	23.242	13.747
Endeudamiento total (N° de veces)	1,81	1,71	1,72	1,92	1,85	1,80
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,09	1,15	1,07	1,19	1,16	1,14
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,94	1,03	0,93	0,98	0,97	0,96
EBITDA ajustado	59.937	58.048	57.316	59.273	58.076	43.300
Margen EBITDA ajustado (%)	9,6%	8,3%	8,6%	8,3%	7,7%	10,8%
EBIT ajustado	45.270	46.041	47.061	49.517	45.757	31.593
Flujo de caja operacional	72.249	-24.186	54.903	10.432	59.288	45.762
Flujo de caja de inversión	-24.652	-11.430	-44.850	-46.095	-27.895	-33.767
Flujo de caja de financiamiento	-30.609	30.667	1.453	60.777	-38.187	-11.682
EBIT ajustado / Gastos financieros ajustados 12 meses	2,40	2,35	2,30	2,04	1,83	1,40
EBIT ajustado / Gastos financieros netos ajustados 12 meses	2,59	2,55	2,42	2,18	1,90	1,47
EBITDA ajustado / Gastos financieros ajustados 12 meses	3,17	2,96	2,80	2,44	2,32	1,92
EBITDA ajustado / Gastos financieros netos ajustados 12 meses	3,43	3,22	2,94	2,61	2,41	2,02
Deuda financiera neta / EBITDA ajustado (N° de veces)	5,32	6,20	5,90	6,21	6,35	8,45
ROA (%)	2,5%	2,7%	2,5%	2,4%	2,1%	1,3%
ROE (%)	6,9%	7,3%	6,9%	6,9%	6,2%	3,6%

¹ Estimación de la compañía publicada en Memoria Anual 2020.

² EBITDA ajustado = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos por función – otros gastos por función – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación + costos financieros reconocidos en el costo de venta.

³ Margen EBITDA ajustado = EBITDA ajustado / Ingresos de actividades ordinarias.

⁴ EBIT ajustado = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos por función – otros gastos por función – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + costos financieros reconocidos en el costo de venta. Incluye el ítem participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación.

⁵ Flujo de caja de la operación = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁶ Flujo de caja de inversión = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁷ Flujo de caja de financiamiento = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁸ Deuda financiera total = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

⁹ Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

¹⁰ Servicio de la deuda (RCS D) = (Efectivo y equivalentes + flujo de caja de la operación + flujo de caja de financiamiento – CAPEX – impuestos – dividendos, proyectados) / servicio de la deuda estructurada próximos 12 meses (capital e interés).

¹¹ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

¹² Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

¹³ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total. Incluye arrendamientos financieros por IFRS 16.

¹⁴ EBIT ajustado / gastos financieros ajustados = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros + gastos financieros activado del período, anualizados).

¹⁵ EBIT ajustado / gastos financieros netos ajustados = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros + gastos financieros activados del período – ingresos financieros, anualizados).

¹⁶ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁷ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹⁸ Endeudamiento financiero neto consolidado = Deuda financiera neta / Patrimonio corregido (por ajuste IFRS y dividendos provisionados).

¹⁹ Cobertura de gastos financieros netos líneas N° 642 y N° 643 = (Ganancia bruta + otros ingresos por función – costos de distribución – gastos de administración, investigación y desarrollo + depreciación y amortización + dividendos recibidos) / Gastos financieros netos, anualizados.

²⁰ Cobertura de gastos financieros netos línea N° 892 = (Ganancia bruta + otros ingresos por función – otros gastos por función – costos de distribución – gastos de administración, investigación y desarrollo + depreciación y amortización + dividendos recibidos) / Gastos financieros netos, anualizados.

²¹ Cobertura de gastos financieros netos línea N° 534 = (Ganancia bruta + otros ingresos por función – costos de distribución – gastos de administración, investigación y desarrollo + depreciación y amortización + dividendos recibidos) / Gastos financieros netos, anualizados. *Covenant* homologado en julio de 2019.

²² Gastos financieros ajustados = Gastos financieros + gastos financieros activados del período, anualizados.

²³ Gastos financieros netos ajustados = Gastos financieros + gastos financieros activados del período – ingresos financieros, anualizados.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.