



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

A n a l i s t a

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

antonio.velasquez@humphreys.cl

Zona Franca Iquique S.A.

Abril 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Primera Clase Nivel 3¹ Estable 31 diciembre 2012
Tendencia	
EEFF base	

Estado de Resultados (IFRS)				
MM\$ de cada año	2009	2010	2011	2012
Ingresos de actividades ordinarias	19.111	20.377	22.357	24.331
Costo de ventas	-6.769	-7.860	-8.616	-9.685
Ganancia bruta	12.342	12.517	13.741	14.646
Gastos de administración	-4.779	-4.747	-5.166	-6.334
Resultado del período	7.488	8.166	9.282	8.832

Balance general (IFRS)				
MM\$ de cada año	2009	2010	2011	2012
Activos corrientes	11.417	9.451	11.268	8.512
Activos no corrientes	62.242	63.878	65.538	67.519
Total activos	73.659	73.329	76.806	76.032
Pasivos corrientes	17.480	16.873	11.661	12.661
Pasivos no corrientes	27.646	27.923	31.217	29.758
Patrimonio neto	28.533	28.533	33.927	33.613
Total pasivos y patrimonio	73.659	73.329	76.806	76.032

Estado de resultados PCGA			
En miles de \$	2007	2008	2009
Ingresos de explotación	20.081.902	25.628.471	23.777.229
Costo de explotación (menos)	-6.767.463	-8.412.288	-8.650.723
Gasto de administración y venta (menos)	-3.978.765	-4.751.599	-4.293.007
Resultado operacional	9.335.674	12.464.584	10.833.499
Resultado no operacional	164.736	271.051	670.927
Utilidad (pérdida) del ejercicio	9.500.410	12.735.635	11.504.426
EBITDA	10.949.699	14.459.460	12.784.072

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 2.

Balance general PCGA			
En miles de \$	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Total activos circulantes	10.652.950	15.752.672	11.230.866
Total activos fijos	28.375.797	32.288.908	35.035.931
Total otros activos	561.866	396.041	354.418
Total activos	39.590.613	48.437.621	46.621.215
Total pasivos circulantes	3.916.068	6.340.487	6.579.228
Total pasivos a largo plazo	4.566.426	5.565.491	5.536.961
Total patrimonio	31.108.119	36.531.643	34.505.026
Total pasivos	39.590.613	48.437.621	46.621.215
Deuda financiera	0	195.058	0

Opinión

Fundamento de la clasificación

Zona Franca de Iquique S.A. (Zofri S.A.) se constituyó como sociedad anónima en 1990 con el objetivo exclusivo de explotar y administrar el sistema franco de esa ciudad, creado en 1975 con la promulgación de la Ley N° 1.055. La administración de la Zona Franca se fijó durante 40 años y establece el pago del 15% de sus ingresos brutos en beneficio de todos los municipios de las regiones de Tarapacá y Arica-Parinacota. Estos fondos son destinados al desarrollo de proyectos de inversión social dentro de los municipios.

Según los estados financieros a diciembre de 2012, la empresa generó ingresos anuales por aproximadamente US\$ 51 millones y un EBITDA del orden de los US\$ 23 millones. A esa fecha, el emisor no presentaba deuda financiera y su patrimonio ascendía a cerca de US\$ 70 millones.

El cambio de clasificación de las acciones de **Zofri S.A.** de *Primera Clase Nivel 2* a *Primera Clase Nivel 3* obedece a la marcada disminución de su presencia bursátil durante los dos últimos años, indicador que pasó de 84,8% en enero de 2011 a 24,7% en enero de 2013.

Por su parte, la solvencia de la compañía se sustenta, principalmente, en el bajo nivel de pasivos de la compañía, con ausencia de deuda financiera, y en la fortaleza de la zona franca administrada, la que se ha posicionado como el centro de intercambio comercial más importante en el norte del país.

En forma complementaria, como elementos favorables, la categoría de riesgo reconoce la diversificación de las compras y de las ventas del sistema franco, tanto por país como por rubro,

situación que reduce la exposición de sus ingresos a *shocks* negativos particulares. Las franquicias tributarias a las que están afectas las empresas que forman parte del sistema franco también hacen que esta concesión sea única a nivel regional.

Otro factor considerado en la clasificación tiene que ver con la estratégica posición geográfica en la que se encuentra Iquique, dada la cercanía con varios países, incluso con la costa atlántica. A su vez, los terrenos que posee en Iquique y Alto Hospicio han tenido una alta plusvalía debido a la escasez de terrenos útiles para desarrollos de proyectos de viviendas e industrias.

Las fortalezas de la sociedad quedan de manifiesto en sus 38 años de experiencia, logrando sobrellevar las diversas coyunturas económicas que imperaron en dicho período, tanto en Chile como en los países adyacentes. Todo ello se ve reforzado por la estabilidad política y económica de Chile, lo que sumado a la confiabilidad de sus instituciones, lo convierten en uno de los países con mejor ambiente para hacer negocios, lo que atrae capitales de todo el mundo para inversiones y ha generado que sea la puerta de entrada y salida de los productos del Cono Sur.

Desde otra perspectiva, la clasificación de las acciones de la compañía se ve contraída por las características propias de una concesión, en particular por la exclusividad de su giro comercial lo cual, si bien no elimina, reduce la capacidad de adaptabilidad a los cambios que se pudieran generar en un mercado cada vez más cambiante y globalizado.

La clasificación de riesgo también incorpora la exposición a variables altamente relevantes para la generación de ingresos del emisor, pero que están fuera de su control; en particular, su dependencia a la capacidad operativa del puerto de Iquique y a los cambios en las políticas de comercio exterior que adopten países limítrofes.

Otros factores de riesgo son: la alta capacidad de concertación que tienen sus clientes (usuarios de la Zofri), la dependencia del nivel de actividad de la zona franca a la eficiencia de los usuarios, la concentración geográfica de sus principales instalaciones y la mayor inestabilidad política y económica en relación con Chile que presentan los países destinatarios de un porcentaje importante de los productos internados por Iquique.

La perspectiva de la clasificación se califica en “Estable” por cuanto, en opinión de la clasificadora, a corto plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

Por otra parte, la clasificación de riesgo de las acciones podría disminuir en el mediano plazo si la presencia de los títulos accionarios de la compañía continúa disminuyendo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Bajo nivel de endeudamiento de la compañía con ausencia de deuda financiera.
- Fortaleza de la zona franca como centro de intercambio comercial.

Fortalezas complementarias

- Diversificación por país y rubro de las compras y de las ventas del sistema franco.
- Franquicias tributarias a las que están afectas las empresas que forman parte del sistema franco.
- Posición geográfica de Iquique cercana a países limítrofes.

Fortalezas de apoyo

- Estabilidad política y económica y fortaleza institucional de Chile.

Riesgos considerados

- Exclusividad del giro comercial que reduce la capacidad de adaptabilidad a los cambios que se pudieran generar en el mercado (riesgo recurrente con moderado impacto, dado la baja probabilidad de cambios profundos en la estructura económica y política de su entorno).
- Dependencia de la capacidad operativa del puerto de Iquique (riesgo de frecuencia aleatoria, pero de impacto acotado en el tiempo considerando su importancia geopolítica).
- Exposición a los cambios en las políticas de comercio exterior de países limítrofes (riesgo de frecuencia y de impacto medio).
- Elevado poder de negociación de sus clientes (riesgo administrable, dependiente de la capacidad de negociación).
- Concentración geográfica de las principales instalaciones (riesgo asegurable).
- Mayor inestabilidad política y económica en relación con Chile que presentan los países destinatarios de un porcentaje importante de los productos internados por Iquique (riesgo de frecuencia e impacto medio).

Hechos Recientes

Resultados a diciembre de 2012

Durante el año 2012 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 24.331 millones (aproximadamente US\$ 51 millones), lo que representa un crecimiento nominal de 8,83% respecto al año anterior. Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 9.685 millones, lo que significó un crecimiento de 12,41% respecto al año 2011.

Los gastos de administración, por su parte, sumaron \$ 6.334 millones durante 2012, implicando un crecimiento de 22,61% respecto a 2011 y constituyendo el 26,03% de los ingresos (23,11% el ejercicio previo).

El resultado operacional² de este período ascendió a \$8.312 millones, lo que representó una caída de 3,07% respecto a la cifra registrada en 2011 y que se debió al importante incremento en los gastos de administración. Entre tanto, el resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad de \$ 8.832 millones, que se compara desfavorablemente con la utilidad de \$ 9.282 registrada en el ejercicio 2011.

En sesión de Directorio celebrada el 27 de marzo del año en curso se acordó proponer en la Junta Ordinaria de accionistas a realizarse el 26 de abril de 2013, la distribución del 80% de las utilidades del ejercicio 2012.

Definición categoría de riesgo

Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Oportunidades y fortalezas

Posicionamiento de la zona franca: Esta entidad se ha posicionado y consolidado como un centro de intercambio comercial de suma relevancia en la región, muestra de ello es que las ventas de las empresas usuarias instaladas en la zona franca de Iquique alcanzaron durante 2012 una cifra de US\$ 4.411 millones. Asimismo genera aproximadamente 36.000 empleos directos e indirectos en la región, representando cerca del 22% de la fuerza laboral.

Diversificación por país y rubro de las ventas de la zona franca: Las ventas de la zona franca³ presentan una adecuada diversificación de mercado por países-clientes. Los principales clientes son, además de Chile, Bolivia, Paraguay y Perú. Estos tres últimos representaron en 2012 el 53%, 20% y 18% de las ventas al extranjero, respectivamente; estas últimas, a su vez, representaron el 45% de las ventas totales de las empresas instaladas en la zona franca.

Por otro lado, las ventas por rubro incluyen un abanico de más de 30 segmentos, entre ellos los más relevantes son: combustibles y lubricantes, automotor, aparatos de electrónica, prendas de

² Ganancia bruta menos gastos de administración.

³ Zona Franca es el área donde se encuentran las empresas que arriendan locales y/o espacios a **Zofri S.A.** En la medida que las ventas de los arrendatarios de **Zofri S.A.** estén diversificados y presenten crecimiento disminuye el riesgo de no-pago o atraso de estos a **Zofri S.A.**

vestir, maquinarias y equipos, y menaje y artículos del hogar. De estos, ninguno representa más del 17% de las ventas totales.

Solidez patrimonial: Los indicadores financieros de la empresa muestran una adecuada solvencia, sin deuda financiera y bajo endeudamiento⁴ relativo (1,26 veces a diciembre de 2012), lo que se fortalece por la composición del pasivo total, donde el 62,58% son ingresos diferidos.

Protección de accionistas (fortaleza para los inversionistas): Los accionistas minoritarios están protegidos por el artículo 69 de la Ley de Sociedades Anónimas, teniendo el derecho a retiro ante situaciones que afecten substancial y negativamente la rentabilidad de la sociedad. Prueba de ello es el retiro de la propiedad que ejerció un grupo de accionistas el 2002 (alrededor del 28% del capital), ante el rechazo de la Comisión Clasificadora de Riesgo para que las acciones de la compañía fueran mantenidas en cartera por los fondos de pensiones.

Estratégica posición geográfica y estabilidad política: Estar ubicado en la zona norte del país, cerca de las fronteras con Perú, Bolivia y Argentina, y tener la estabilidad política que caracteriza a Chile, convierte a Zofri en una zona estratégica que abastece de bienes a los países limítrofes y a las zonas del Cono Sur que están lejos del Océano Atlántico, como el noroeste de Brasil y Paraguay, situación que se verá más potenciada aun con la concreción del corredor bioceánico. Asimismo, y dentro del contexto nacional, los terrenos con los que cuenta **Zofri S.A.**, están ubicados en zonas de alta plusvalía dentro de Iquique, así como en la ciudad de Alto Hospicio, lo que, fuera de los ingresos provenientes de tarifas y asignaciones, hace que su principal activo fijo (terrenos) tenga un alto valor de mercado.

Factores de riesgo

Dependencia del puerto de Iquique: La actividad comercial e industrial de la zona franca está estrechamente ligada a la funcionalidad del Puerto de Iquique. Esta situación se considera un riesgo, por cuanto un importante volumen de negocios de la zona franca depende principalmente de la continuidad de las operaciones de este proveedor, que está expuesto a diversos factores de riesgo, como paralizaciones por huelgas y desastres naturales.

Fluctuaciones económicas y políticas de los países limítrofes: Los cambios de las condiciones de intercambio comercial vigentes -fiscalizaciones aduaneras, cuotas máximas de importación, certificaciones adicionales, entre otros- y las fluctuaciones económicas mundiales,

⁴ Pasivo total sobre patrimonio.

repercuten directamente en el movimiento operacional de Zofri, debilitando los ingresos de los usuarios del sistema y, por ende, la generación de flujos del emisor. En ese sentido, cabe destacar que el 45% de las ventas de la Zofri se hacen al extranjero y en su mayoría a países de baja estabilidad política y económica.

Marco regulatorio y propiedad: Por disposiciones legales, el giro exclusivo del emisor le impide llevar a cabo actividades complementarias y/o aprovechar su experiencia para incursionar en otras áreas de negocios que permitan generar nuevas fuentes de ingresos. Además, al tener el Estado el control de la propiedad (72,68%), ésta queda sujeta a la Ley de Administración Financiera del Estado, situación que impide a la empresa mantener incidencia sobre las decisiones de inversión, endeudamiento y las asociaciones estratégicas que quiera realizar la compañía, disminuyendo relativamente la flexibilidad y rapidez de reacción frente a imprevistos escenarios desfavorables.

Poder de negociación de clientes: Las características propias del negocio facilitan la asociación entre los usuarios de la zona franca y con ello, su capacidad de actuar concertadamente frente a **Zofri S.A.**, especialmente en materia de fijación de tarifas.

Reseña histórica

Zofri se creó en 1975 a través de la Ley N° 1.055, marco regulatorio en donde se establece la operación en Chile de las Zonas Francas de Iquique y Punta Arenas. Zona Franca Iquique fue administrada por la Junta de Administración y Vigilancia⁵ hasta 1990, año en que se constituyó como Sociedad Anónima mediante la facultad que se otorga al Fisco de Chile y a la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) en la Ley N° 18.846.

El objetivo exclusivo de la sociedad, en su calidad de concesionaria del Estado de Chile, es explotar y administrar por un plazo de cuarenta años (desde 1990 hasta 2030) el sistema franco de Iquique, pagando al Estado un 15% de sus ingresos brutos en beneficio de los fondos destinados al desarrollo de las Regiones de Arica y Parinacota y Tarapacá.

Entre las actividades que competen a la empresa destacan, entre otras, la autorización para la incorporación de empresas a la zona franca, la promulgación del reglamento interno que rige las actividades de los usuarios, el servicio de almacenamiento de mercaderías, la habilitación de dependencias para la comercialización de los productos internados a la zona franca y la visación y aprobación de los documentos que respaldan el ingreso y salida de mercaderías.

⁵ Entidad pública encargada de la administración de la Zona Franca.

Para el cumplimiento de sus objetivos, el contrato de concesión celebrado con el Estado de Chile incorpora de pleno derecho todas las franquicias, exenciones y beneficios que se establece en la Ley de Zonas Francas del país, vigentes a la fecha de su celebración y, en consecuencia, el Estado de Chile se compromete respecto de ésta y sus usuarios, a mantener en forma permanente la inmutabilidad de los privilegios mencionados, por el plazo que perdure la concesión.

Beneficios de la zona franca

La zona franca de Iquique -administrada por **Zofri S.A.**- goza de beneficios aduaneros y tributarios respecto a la importación, almacenamiento y/o exportación de mercaderías.

Beneficios tributarios

El régimen tributario que afecta a las empresas que operan en zona franca así como también a la empresa administradora del sistema, contempla las siguientes franquicias:

- Exención del impuesto de Primera Categoría.
- Exención del pago de Impuesto al Valor Agregado por las operaciones que se realizan bajo régimen de zona franca.
- Exención del pago del Impuesto al Valor Agregado por los servicios de ventas prestados al interior de la zona franca.

Beneficios aduaneros

Mientras las mercancías permanecen en la zona franca se consideran como si estuvieran en el extranjero y, en consecuencia, no están afectas al pago de derechos, impuestos, tasas y demás gravámenes que afectan a la importación de bienes bajo el régimen general de comercio exterior del país.

Desde zona franca, las mercancías pueden ser comercializadas a la Primera y Decimoquinta regiones (zona franca de extensión), al resto del país, al extranjero, zona franca de Punta Arenas y dentro de la zona franca de Iquique a otros usuarios. En cada caso, los productos quedan afectos a diferentes tipos de derechos e impuestos como se puede observar en la siguiente tabla:

Derechos aduaneros e impuestos pagados por las mercancías vendidas desde ZOFRI según destino			
Tipo de Impuesto	Zona Franca de Extensión	Resto de Chile	Extranjero ⁶
Arancel	-	6% excepto por las ventas hasta US\$ 1.218 sin carácter comercial a viajeros.	-
Impuesto a la Importación ⁷	0,58% sobre valor CIF de mercancías.	-	-
IVA	0% en la primera venta en ZOFRI, 19% en la segunda venta en la Zona de Extensión.	19% sobre valor de venta más el arancel, excepto mercancías del viajero por un monto superior a US\$ 1.218 desde ZOFRI al resto del país sin carácter comercial.	-

Además, los usuarios se ven favorecidos por una administración que tiene la responsabilidad, obligada por el contrato de concesión, de fomentar el desarrollo de la zona franca y de promocionarla dentro del comercio internacional.

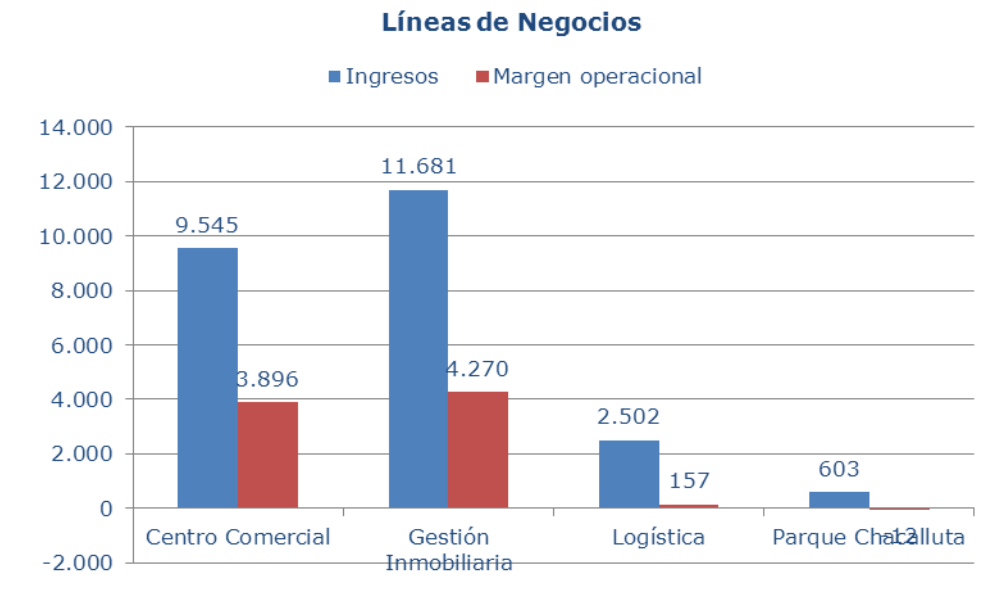
Al margen del carácter de zona franca, por su calidad de regiones extremas, las empresas usuarias pueden acceder a bonificaciones por inversiones realizadas y mano de obra contratada.

Líneas de negocios

Zofri S.A., a la fecha de la clasificación, mantiene operativamente cuatro líneas de negocios: gestión inmobiliaria (centro de negocios mayorista e industrial), *mall* comercial, logística y parque industrial Chacalluta-Arica. En el siguiente gráfico se muestra la distribución de ingresos y márgenes operacionales por línea de negocios para 2012, destacando la gestión inmobiliaria, con ingresos de \$11.681 millones y un margen operacional de \$ 4.270 millones, y el centro comercial con ingresos y margen de \$ 9.545 millones y \$ 3.896 millones, respectivamente.

⁶ Una vez ingresadas las mercancías al país de destino, éstas deberán pagar los derechos arancelarios y demás impuestos del respectivo mercado.

⁷ Establecido en la Ley N° 18.219.



Gestión inmobiliaria

Esta línea de negocio tiene como principal objetivo otorgar un valor agregado a los recursos inmobiliarios de la sociedad, mediante la entrega a sus usuarios de una plataforma que les permita un adecuado desempeño de sus actividades comerciales e industriales. Para ello, la sociedad cuenta con recintos diferenciados por mercado objetivo:

- **Recinto amurallado I y II**

Área destinada para el comercio mayorista que se encuentra ubicada estratégicamente con proximidad al puerto y carretera de Iquique. Este recinto cuenta con una superficie total de 34 hectáreas, dividido en dos recintos (I y II).

Durante el 2012 se mantuvo plena ocupación de los recintos amurallados.

- **Barrio industrial**

Es un área de 52 hectáreas útiles, donde las empresas usuarias realizan actividades tanto comerciales (mayoristas y minoristas) como industriales, y que posee las condiciones necesarias para la instalación de empresas que tengan como objetivo producir, almacenar, comercializar y distribuir sus productos. El 2012 este recinto alcanzó una tasa de ocupación del 100%.

Mall comercial

El *Mall Zofri* -centro comercial de la zona franca para venta al detalle- es uno de los dos centros comerciales de Chile que puede ofrecer sus productos sin IVA y libre de derechos aduaneros⁸. Cuenta con 420 tiendas y una superficie de 23 mil m² útiles. El año 2012 alcanzó un porcentaje de ocupación del 99,3% de las instalaciones utilizables.

En julio de 2012 comenzó la construcción de la etapa VII del *Mall Zofri*, que considera la construcción de 16.259 m² aproximadamente, ampliación que busca satisfacer la creciente demanda y cuya puesta en marcha para el público se proyecta para 2013.

Área logística

El Centro Logístico Zofri (CLZ) consiste en un moderno y avanzado centro de almacenaje y administración de inventarios (tecnología que permite un control de inventarios en tiempo real totalmente automatizado).

Cuenta con cinco bodegas de almacenaje en un espacio de 16 mil m², ofreciendo un servicio integral a las mercancías de sus clientes, desde su llegada al puerto hasta su despacho al destino final, en cualquier parte del mundo. También posee 63 mil m² en Alto Hospicio con la finalidad de entregar servicios de almacenaje de vehículos y la administración de los procesos de ingreso y despacho de los mismos.

Parque industrial Chacalluta-Arica

Parque industrial creado en 1994, se encuentra ubicado a 300 kilómetros al norte de Iquique (a 700 metros del aeropuerto internacional Chacalluta, nueve kilómetros de la frontera con Perú, cinco kilómetros de la carretera Arica-La Paz y 16 kilómetros del puerto de la ciudad), cuenta con 123 hectáreas totales y goza de condiciones de exención que rigen por ley en Arica.

Parque industrial de Alto Hospicio

Cuenta con una superficie de 128,7 hectáreas totales, terrenos que serán ocupados para soportar la creciente demanda por sitios en el sistema franco y que serán destinados para los segmentos industrial, minero y automotriz. Durante el año 2011 se inició la primera etapa de la

⁸ En Punta Arenas existe otro centro comercial más pequeño que cuenta con las mismas ventajas.

construcción de un Parque Empresarial. Cabe destacar que el año 2009 se colocaron 7,3 hectáreas destinadas al almacenaje de vehículos nuevos y usados, y al armado de camiones.

Otros ingresos

Dentro de otros ingresos, **Zofri S.A.** cuenta con una plataforma informática destinada a diversos servicios que necesiten las empresas instaladas en la Zona Franca. Entre sus prestaciones están el Sistema de Visación Remota (SVR)⁹, Registro de Concesiones y Prendas, así como el desarrollo de canales permanentes de comunicación, información y asesorías *online* para sus usuarios.

Administración y propiedad

Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Luis Alberto Simian Díaz
Vicepresidente	Samuel Puentes Lacámara
Director	Felipe Pérez Walker
Director	Juan Carlos Toledo Niño de Cepeda
Director	Gonzalo de Urruticoechea Sartorius
Director	Giorgio Macchiavello Yuras
Director	Ignacio Briones Rojas

La administración de la compañía está liderada por el señor Álvaro Espinoza Almarza, gerente general, y conformada por cuatro gerencias que se detallan a continuación:

Cargo	Nombre
Gerente Comercial	Juan Cristóbal Donoso Larraín
Gerente de Operaciones	Jaime Enrique Soto Zura
Gerente de Asuntos Legales	Claudia Ivonne Rojas Campos
Gerente de Administración y Finanzas	Ariel Vladimir Pérez Acuña

⁹ Sistema mediante el cual las empresas que operan en zona franca obtienen la aprobación de los ingresos y ventas de mercaderías por parte de los servicios fiscalizadores.

Accionistas

El socio mayoritario y controlador de la sociedad es la CORFO en representación del Estado de Chile.

Empresa	Participación
CORFO	71,28%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,27%
Larrain Vial S.A. Corredores de Bolsa	2,54%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	2,12%
Celfin Small Cap Chile Fondo de Inversión	1,76%
Tesorería General de la República	1,40%
Penta Corredores de Bolsa S.A.	1,32%
Otros	16,31%

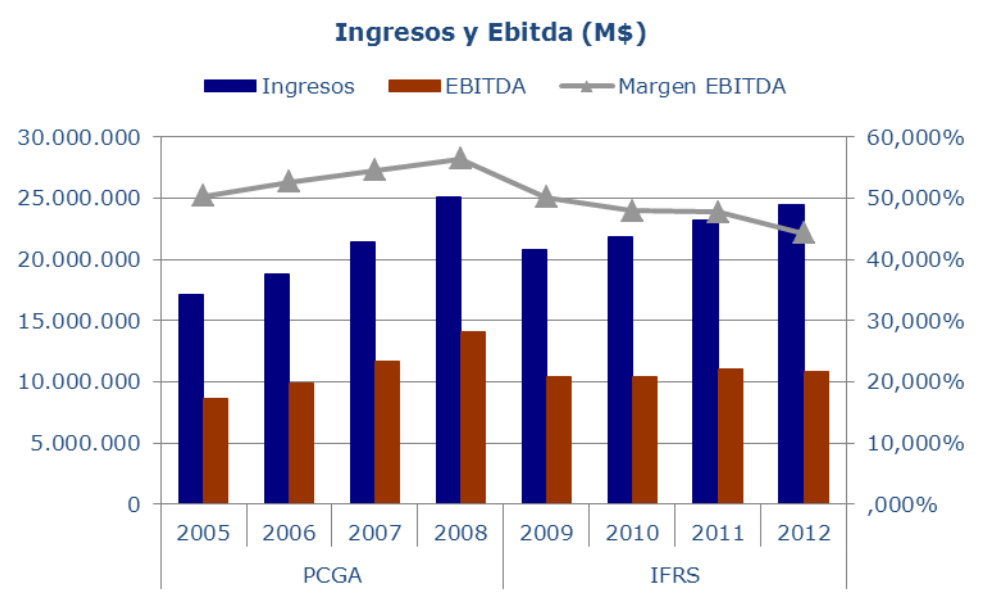
Evolución financiera

Ingresos, resultado operacional y EBITDA

Como se observa en el gráfico siguiente¹⁰, el año 2009 la compañía migró hacia IFRS, con lo que se produce una baja en los ingresos producto de la diferencia en el método de reconocimiento y devengo de los ingresos por derechos de asignación. A partir de 2009, los ingresos muestran una tendencia creciente hasta 2012, año que cerraron en \$ 24.331 millones, registrando un crecimiento de 8,83% respecto a 2011, principalmente producto del mayor reconocimiento de derechos de asignación en la gestión inmobiliaria y mayores ingresos por arriendo en el centro comercial.

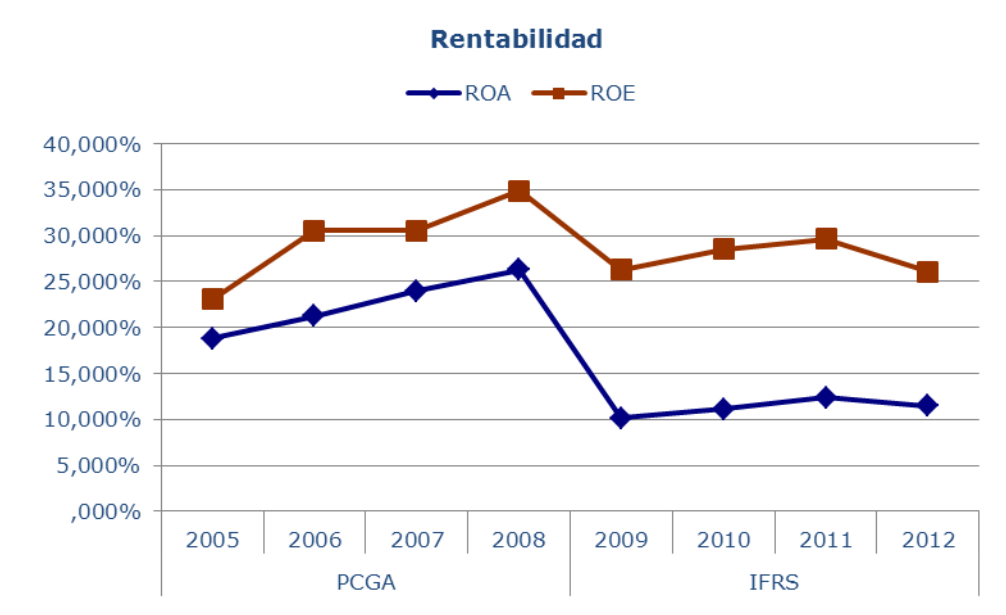
Durante el mismo período, 2009 a 2012, el EBITDA de la sociedad creció a un ritmo menor que los ingresos, pasando de \$ 10.438 a \$ 10.820, resultado de un crecimiento más acelerado de los costos de explotación y gastos de administración en relación a los ingresos, situación que repercutió en una caída del margen EBITDA, que en 2012 llegó 44,19 veces.

¹⁰ Los datos con norma PCGA e IFRS no son comparables. En el gráfico se presentan juntos de manera ilustrativa.



Rentabilidades

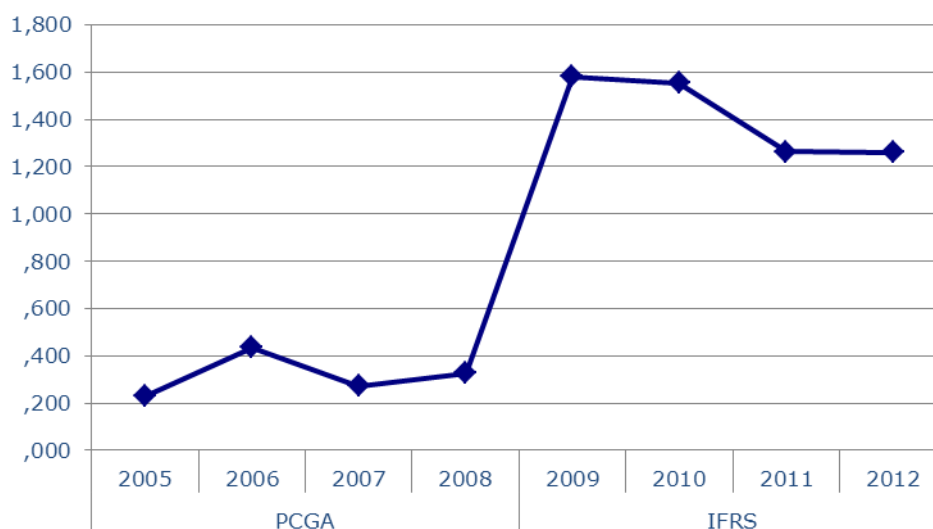
Los niveles de rentabilidad de la compañía, medidos tanto en relación con los activos como con el patrimonio, siguen una tendencia creciente entre 2009 y 2011, sin embargo experimentan una caída en 2012 producto del mayor incremento de los gastos de administración en relación con los ingresos.



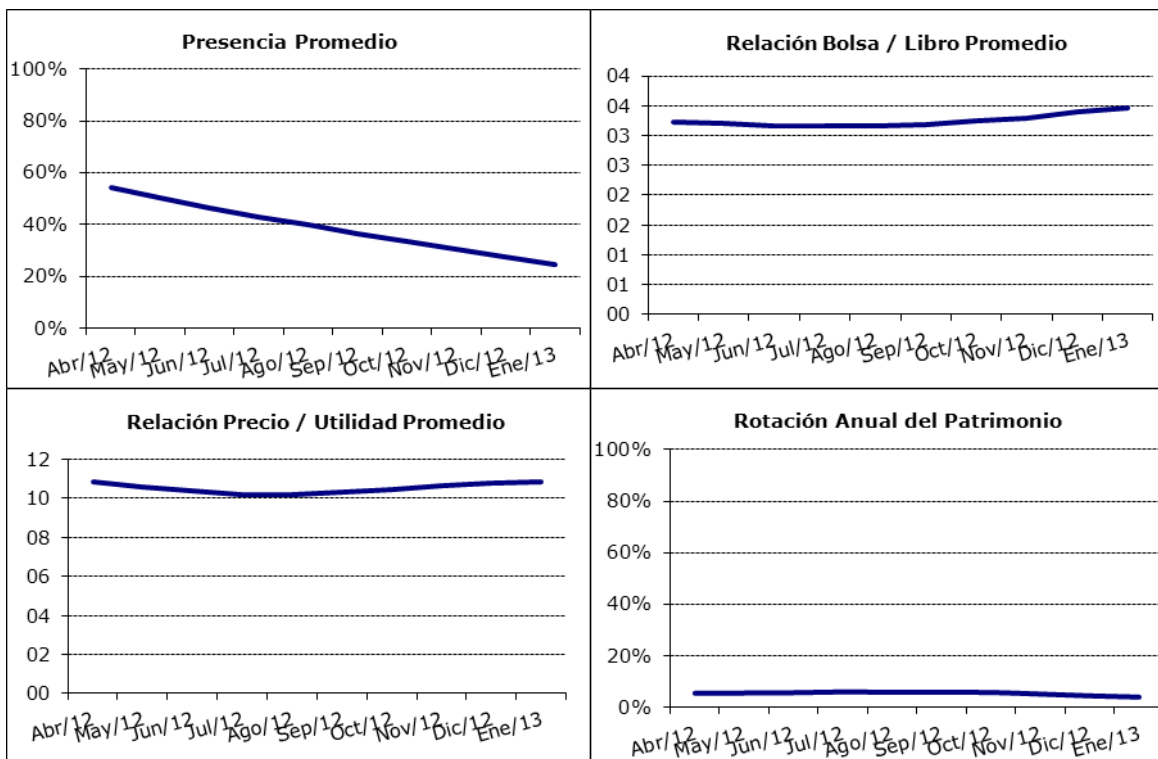
Endeudamiento

El nivel de endeudamiento, medido como la relación entre pasivo total y patrimonio, muestra un cambio por la adopción de IFRS, este cambio debe principalmente a la incorporación al pasivo de los ingresos diferidos. Entre 2009 y 2012, este indicador disminuye de 1,58 veces a 1,26 veces debido, fundamentalmente, al fortalecimiento patrimonial de la sociedad. A diciembre de 2012 la compañía no tenía deuda financiera y el pasivo estaba constituido en su mayoría por ingresos diferidos.

Endeudamiento



Desempeño bursátil de la acción



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”