



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Ingevec S.A.

Junio 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	BBB Estable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 3¹ Estable
EEFF base	31 marzo 2017

Número y fecha de inscripción emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A (BINGE-A)	Nº 751 de 12.04.2013 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado, IFRS							
MM\$	2012	2013	2014	2015	2016	Mar-16	Mar-17
Ingresos de actividades ordinarias	101.129	144.750	136.665	156.037	178.534	44.322	36.034
Costo de ventas	-92.589	-133.957	-132.929	-146.488	-166.936	-41.236	-33.414
Gasto de administración y ventas	-5.629	-5.619	-5.464	-6.220	-6.950	-1.585	-1.702
Resultado operacional	2.222	3.614	-1.729	5.631	5.602	1.650	1.593
Costos financieros	-473	-1.217	-1.543	-1.728	-1.711	-378	-258
Ganancia (pérdida)	1.848	2.376	-2.610	3.319	3.569	1.057	1.192
EBITDA ²	2.651	4.075	-1.199	7.117	7.270	1.962	1.956

Balance General Consolidado, IFRS						
MM\$	2012	2013	2014	2015	2016	Mar-17
Activos corrientes	57.820	69.771	48.786	49.221	40.188	38.027
Activos no corrientes	14.879	23.462	29.638	27.863	34.581	36.501
Total de activos	72.700	93.233	78.424	77.084	74.770	74.528
Pasivos corrientes	42.333	40.841	29.865	24.958	26.318	25.526
Pasivos no corrientes	4.139	24.943	24.188	25.443	19.701	19.377
Total pasivos	46.472	65.784	54.053	50.401	46.019	44.903
Patrimonio total	26.228	27.449	24.371	26.684	28.751	29.625
Total de patrimonio y pasivos	72.700	93.233	78.424	77.084	74.770	74.528
Deuda financiera	22.986	38.068	34.409	27.517	22.103	22.272

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 4.

² Incluye la participación neta de inversiones asociadas.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ingevec S.A. (en adelante **Ingevec**) es una de las principales empresas del sector de la construcción chileno, con una trayectoria superior a 30 años. Está dedicada a la edificación, principalmente por mandato de terceros, y, en menor medida, de inmobiliarias relacionadas. Las unidades habitacionales se orientan principalmente al segmento medio-bajo, tanto del sector privado como público.

Durante 2016, la empresa tuvo ingresos por US\$ 267 millones y un EBITDA de US\$ 11 millones; con una deuda financiera a diciembre de ese año de US\$ 38,7 millones y un patrimonio por US\$ 33 millones. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios por US\$ 5,4 millones, de los cuales aproximadamente el 44,7% correspondían a bienes raíces urbanos edificados.

A marzo de 2017, los ingresos alcanzaron US\$54,3 millones, lo que representa una caída de 18,7% respecto del mismo período del año anterior. El EBITDA, por su parte, cayó 0,3%, explicado principalmente por el menor número de proyectos inmobiliarios que consolidan.

La clasificación de la línea de bonos de **Ingevec** en "Categoría BBB" se fundamenta, principalmente, en el reconocimiento de su experiencia y larga trayectoria en el mercado de la construcción, que incluye capacidad operativa y habilidad en el control de costos y asignación de recursos, en particular, la mano de obra.

La evaluación también valora que el negocio de construcción por cuenta de terceros opera con márgenes relativamente estables y conocidos en el tiempo, así como también el mayor desarrollo y profundización del sistema de financiamiento hipotecario, situación que favorece directamente el negocio inmobiliario e indirectamente el de construcción.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a marzo de 2017, asciende a 50 iniciativas, distribuidas de manera adecuada en distintas regiones y de aproximadamente 45 mandantes, lo que a juicio de la clasificadora es un elemento positivo dada la menor exposición ante algún proyecto en particular o algún mandante determinado.

La estructura del instrumento (caracterizada por la existencia de una cuenta de reserva que requiere depositar con seis meses de anticipación, el valor de la cuota por vencer para asegurar la liquidez del emisor y la limitación de la deuda que pueden asumir las filiales) es otro aspecto que favorece la clasificación de la emisión de títulos de deuda.

Pese a que la cláusula sobre limitación de deuda fue modificada en el último cambio de escritura, efectuado en septiembre de 2016; sin bien, en opinión de **Humphreys**, es menos restrictiva que la original, aún constituye un resguardo favorable para el bonista, además, debe considerarse que la deuda pública se reduce en 20%.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación se ha considerado la sensibilidad de la empresa a los ciclos económico negativos, tanto a aquellos que reducen los márgenes del negocio como aquellos que

disminuyen su nivel de actividad. En el rubro ingeniería y construcción, si bien se actúa por pedidos específicos, el emisor no es inmune a la situación financiera y de liquidez que pudiere afectar a sus mandantes en épocas recesivas. Por otra parte, en escenario de escasez y de incremento en los precios de insumos no es posible traspasar el mayor costo al precio de las obras ya adjudicadas (riesgo de presupuestación). Dentro del negocio inmobiliario, en períodos de recesión, existe el riesgo de baja en los márgenes de ventas y de disminución en la velocidad de venta de inmuebles. Bajo este contexto, se incluye, además, la baja disposición del sector financiero para apoyar la liquidez de las entidades del rubro construcción e inmobiliario durante estos períodos.

La clasificación de riesgo tampoco es ajena a que el nivel de deuda de la compañía es elevado en relación a su Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³, aun entendiendo que parte de los pasivos financieros serán pagados con la liquidación de inventarios (en lo reciente, el flujo de efectivo de la operación fue negativo entre 2011 y el segundo trimestre de 2013 y algunos trimestres de 2015) y/o están asociados a proyectos futuros. Cabe señalar, que si bien el nivel de endeudamiento relativo al FCLP ha disminuido respecto de los valores alcanzados a marzo de 2015, aún persisten los altos valores. Según la información al 31 de marzo de 2017, la relación entre deuda financiera y el FCLP alcanza a 6,1 veces, en tanto que, la razón deuda financiera a EBITDA anualizado exhibe un valor igual a 3,0 veces.

Por otro lado, aun cuando el FCLP permite a la emisora disponer de holguras al compararlo con el perfil de vencimientos anuales, dada su capacidad de generación de flujos, la compañía enfrentará en 2022 el riesgo de refinanciamiento del último vencimiento de la deuda.

Con todo, se entiende que la empresa tiene reflejado en su balance los pasivos asociados a proyectos inmobiliarios en ejecución que aún no aportan a la generación de ingresos; no obstante, dado el elevado porcentaje de promesas de compra-venta de viviendas suscritas y la diversificación de conjuntos habitacionales en que se está trabajando, es razonable presumir una elevada probabilidad que dichos flujos se concreten, al menos en porcentajes relevantes.

También la clasificación toma en consideración que parte de la deuda financiera del emisor está asociada al negocio inmobiliario e, independiente como se utilicen estos recursos (directamente como deuda de proyectos específicos o como capital para sociedades inmobiliarias), en algunos casos este tipo de actividad implica que los activos subyacentes de un proyecto (inmuebles) quedan en garantía en favor de los bancos, de tal forma que las restantes deudas (o el retiro de dividendos, según correspondan) asumen el carácter de subordinado a las acreencias bancarias. En este caso en particular, este riesgo se encuentra acotado ya que la escritura de emisión del bono clasificado señala que el 80% de la deuda debe localizarse en la matriz, que genera sus ingresos mayoritariamente por el negocio de construcción e ingeniería (segmento de negocios no afecto a este tipo de riesgo) y, además, obliga al emisor a mantener una cuenta de reserva. Con todo, si bien estos resguardos se evalúan positivamente, por sí mismos, a juicio de la clasificadora, no dejan en condiciones equivalentes a los acreedores.

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

La clasificación en “*Categoría BBB*” refleja que la empresa, pese a su elevada sensibilidad a los ciclos económicos, tiene cierta capacidad para administrar las crisis, tal como lo ha mostrado en el pasado, sin perjuicio que sus resultados financieros debieran resentirse ante situaciones que afecten negativamente la demanda o presionen al alza los costos (tal como ocurrió en el pasado por el incremento en los sueldos y salarios).

La modificación en el rating asignado a los títulos accionarios, desde “*Primera Clase Nivel 4*” a “*Primera Clase Nivel 3*”, responde a un cambio en el criterio de clasificación, que se aplica a aquellos instrumentos cuya presencia bursátil ajustada siendo inferior a 20%, cuentan con un *market maker*. Para mantener la clasificación de riesgo de los bonos en la categoría actual es necesario que la empresa mantenga un margen operacional cercano al promedio histórico (3,0%) observado en el período diciembre 2011-2013 (bajo el supuesto que el nivel de endeudamiento se mantiene relativamente estable en relación con su nivel de actividad).

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Diversidad de proyectos en ejecución.
- Atomización de mandantes.

Fortalezas complementarias

- Demanda creciente en el mercado objetivo.
- Mayor estabilidad de los flujos del negocio de construcción.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo del grupo controlador.
- Reputación en el mercado.
- Estructura financiera que apoya la liquidez.

Riesgos considerados

- Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés (riesgo permanente de alto impacto).
- Riesgo de iliquidez de mandantes de los proyectos (bajo impacto por la necesidad de los acreedores que las garantías sean finalizadas y vendidas).
- Subordinación implícita de la deuda en negocio inmobiliario (riesgo de impacto medio).
- Riesgo de presupuestación (riesgo susceptible de ser administrado y acotado, pero no exento de efectos severos, como se ha probado en la práctica).

Hechos recientes

Resultados 2016

Durante 2016, **Ingevec** obtuvo ingresos de explotación por \$ 178.534 millones, lo que implicó un aumento de 14,4% respecto de igual período del año anterior, explicado por el aumento en la actividad del área Ingeniería y Construcción. El costo de ventas se incrementó en un 14%, en tanto que los gastos de

administración y ventas crecieron en 11,7%. Por su parte, el resultado operacional disminuyó en 0,5%, hasta \$5.602 millones debido a una caída de la cuenta de participación en asociadas.

El EBITDA también mostró una evolución positiva de 2,2%, alcanzando a \$7.270 millones. La utilidad del año totalizó \$3.569 millones, lo que representa un aumento de 7,6% durante el ejercicio.

Resultados a marzo 2017

Durante el primer trimestre de 2017, los ingresos totales de la compañía llegaron a \$36.034 millones, lo que representa una caída de 18,7% respecto del mismo período de 2016. Los costos de venta, por su parte, se redujeron en 19%, totalizando \$33.414 millones. El resultado operacional se contrajo en un 3,5%, alcanzando \$1.593 millones, explicado principalmente por un menor porcentaje de proyectos inmobiliarios que se consolidan, junto con peores resultados en el saldo de proyectos propios que están terminando su escrituración.

El EBITDA de la compañía llegó a \$1.956 millones, lo que representa una caída de 0,3% respecto del mismo período del año anterior.

El resultado del ejercicio de la compañía, el primer trimestre del año, alcanzó \$1.192 millones, un 12,8% superior al obtenido en marzo de 2016, debido a la recuperación de los márgenes del segmento Ingeniería y Construcción.

Definición de categorías de riesgo

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.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellas cuotas emitidas por fondos de inversión que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Vasta experiencia y reputación en el sector: La compañía posee 30 años de experiencia en el mercado, a través de los cuales ha desarrollado una gran diversidad de proyectos. A la fecha, Ingevec, a través de sus filiales, ha desarrollado más de 500 obras con más de 5 millones de metros cuadrados edificados. Entre sus obras más destacadas, figuran el Conjunto Casas Los Dominicos del Alba, Clínica Universidad de Chile, ampliación del Parque Arauco, la Planta Carozzi, sede de Inacap en Los Ángeles y la facultad de Química y Farmacia de la Universidad de Chile.

Cabe señalar, que el emisor ha participado en diversos proyectos a través de consorcios con variadas constructoras nacionales, entre las que se encuentran Constructora DLP Ltda., Constructora Inarco S.A., Icafal Ingeniería y Construcción S.A., Constructora Cuevas y Purcell S.A., Claro Vicuña Valenzuela S.A., entre otras. Su extensa experiencia favorece su reputación en el mercado, atenuando la necesidad de centrar la competencia sólo en el factor precio.

Diversificación de proyectos: La compañía tiene como política mantener un número significativo de proyectos, ya sea desarrollando inversiones propias (a través de las inmobiliarias del grupo, en forma individual o en consorcio con otras inmobiliarias) o por medio de la ejecución de obras mandatadas por terceros. Esta política le permite participar hoy en más de 50 proyectos en distintas regiones del centro sur del país, lo que mitiga su exposición a cada una de ellas en forma individual.

Diversificación de mandantes: Siguiendo la política de riesgo de la compañía, Ingevec diversifica los mandantes con los que opera. Actualmente, está desarrollando obras para 45 mandantes, lo cual permite tener una relación casi uno a uno entre mandantes y proyectos en ejecución. Con ello, reduce su exposición a incumplimientos de las contrapartes (además de los mitigantes habituales exigidos en este tipo de operaciones).

Estructura de operación: La estructura financiera del bono clasificado establece diversos resguardos para los tenedores de este instrumento, de manera de asegurar un adecuado cumplimiento de las obligaciones. En efecto, la compañía se obliga a mantener una cuenta de reserva, la cual requiere disponer, con una anticipación de seis meses, de un monto equivalente al valor de la cuota por vencer. Esta medida permite afrontar algún evento de caída en los flujos, debido a un menor nivel de actividad del emisor.

Por otro lado, los resguardos financieros establecen que el nivel de endeudamiento de **Ingevec** no puede ser superior a dos veces su patrimonio. Finalmente, el endeudamiento financiero neto de las filiales inmobiliarias, que consolidan en conjunto con el endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios, no puede ser superior a un 20% del endeudamiento financiero neto total de Ingevec. De este modo, se reduce en grado importante la subordinación del bono respecto de la deuda bancaria requerida para desarrollar los proyectos inmobiliarios. Además, las condiciones de reestructuración del bono establecen el prepago obligatorio, en el caso que Inmobiliaria Ingevec venda su participación en los proyectos hoteleros. De ser así, la totalidad del monto recaudado iría destinado al prepago del bono emitido. A su vez, se establece como aval y codeudor solidario del bono de Ingevec a su filial Inmobiliaria Ingevec.

Mercado objetivo creciente: La constructora se ha enfocado en desarrollar soluciones habitacionales a los sectores medios-bajos de la sociedad, los cuales han experimentado un incremento en su poder de compra, posibilitando su acceso a la vivienda. Más aún, la demanda de este segmento de la población es menos sensible a las fluctuaciones económicas, en comparación, por ejemplo, con el mercado de segunda vivienda. Se estima que alrededor del 70% de la demanda de viviendas del país es bajo las UF 2.000.

Factores de riesgo

Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés: El sector de la construcción es altamente sensible a los ciclos económicos y a las percepciones de las personas hacia la economía y el empleo, ya que las decisiones de compra de una vivienda son influenciadas por las expectativas acerca de sus ingresos futuros y su capacidad de cumplir con los pagos de los créditos hipotecarios. Por otro lado, la industria también es sensible a la variación de la tasa de interés, que es determinante en el financiamiento de los compradores con créditos hipotecarios y repercute en la demanda de nuevas viviendas. Durante la recesión del año 2009, el Producto Interno Bruto (PIB) nacional cayó 1,7% y el PIB de la construcción en 7,9%, mientras que los ingresos de explotación de **Ingevec** retrocedieron un 37% respecto del año anterior.

Subordinación implícita de los bonos: La operatividad del negocio inmobiliario, que concentra el 56% de la deuda financiera de la compañía, implica que parte importante de los proyectos se financia con deuda que cuenta como garantía con las obras específicas y que se van liberando en la medida que se venden los bienes raíces (se libera la caución contra el pago)⁴. Dado ello, como recursos para el servicio de los bonos se dispone del diferencial entre los ingresos por venta y las obligaciones garantizadas. En caso de reducción de los márgenes, los primeros afectados serían los accionistas, en segundo lugar los bonos y, finalmente, los acreedores con garantías. Por otra parte, la costumbre comercial es que los mismos bancos reprograman los créditos en caso de caída en las ventas; mientras que en el caso de los bonos, existe menor flexibilidad, aumentando la probabilidad de *default*.

Dentro de este contexto, un mitigador es el contrato de emisión de los bonos, que obliga a la compañía a que sobre el 80% de la deuda consolidada sea tomada directamente por la matriz.

Riesgo de presupuestación: La modalidad de contratación de proyectos en el sector construcción determina la existencia de este riesgo, asociado a incrementos no esperados en el costo de insumos y que pueden significar una reducción en los márgenes de utilidad de la constructora, en la medida que los precios de venta de los proyectos no pueden ajustarse a la misma velocidad que el aumento de los costos, lo cual habría repercutido en los resultados de los períodos recientes. Este riesgo se manifestó en forma severa en 2014, básicamente en dos proyectos ya finalizados. Junto con lo anterior, al igual que el resto de la industria, en ese período la compañía tuvo que enfrentar aumentos inusuales en el gasto de mano de obra.

⁴ En todo caso, según exigencia del contrato de emisión de bonos no más del 20% de la deuda pueda estar radicada en las filiales.

Antecedentes generales

Historia

La compañía se inició en 1983 y fue fundada por Enrique Besa, Francisco Vial y José Antonio Bustamante. En sus comienzos, se especializó en la construcción de obras de edificación, principalmente casas particulares, posteriormente fue adquiriendo la experiencia necesaria para participar en proyectos de mayor envergadura.

En 1991, el negocio comenzó a ampliarse incluyendo en sus operaciones actividades inmobiliarias, es así como en 2001 se constituyó Progesta Fondo de Inversión Privado, administrado por Ingevec Progestión S.A. En 2005, la compañía se dividió constituyéndose "Inmobiliaria Ingevec S.A.", sociedad que agrupa los activos inmobiliarios habitacionales del grupo y las participaciones en sociedades inmobiliarias y la "Constructora Ingevec S.A." que desarrolla el área de Ingeniería y Construcción.

En 2011, la compañía pasó a ser sociedad anónima abierta, en tanto que en marzo de 2012 se colocó en el mercado un total de 260 millones de acciones, equivalentes al 28,9% de la propiedad.

Propiedad y administración

El capital de la sociedad, a marzo de 2017, ascendía a 890.000.000 acciones suscritas y pagadas. La sociedad es controlada por ocho accionistas, quienes, a diciembre de 2015, poseían en conjunto un 73,2% de la propiedad.

El detalle de los accionistas, a marzo de 2017, es el siguiente:

Nombre	% de propiedad
Inversiones y Asesorías Marara Ltda.	19,40%
Inversiones Los Cipreses Ltda.	19,40%
Asesorías E Inversiones Isasa Limitada	19,23%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	9,90%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversión	9,76%
Asesorías En Inversiones La Aurora Ltda.	3,21%
Larraín Vial S.A. Corredora De Bolsa	3,18%
Asesorías En Inversiones Desarrollos Del Maipo Ltda.	3,10%
Inversiones y Asesorías Genesis Ltda.	2,75%
Inversiones y Asesorías Proyecta Ltda.	2,61%
Asesorías En Inversiones Los Lirios Ltda.	2,00%
Costa Verde Inversiones Financieras S.A.	1,28%
Otros	5,46%
Total	100%

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

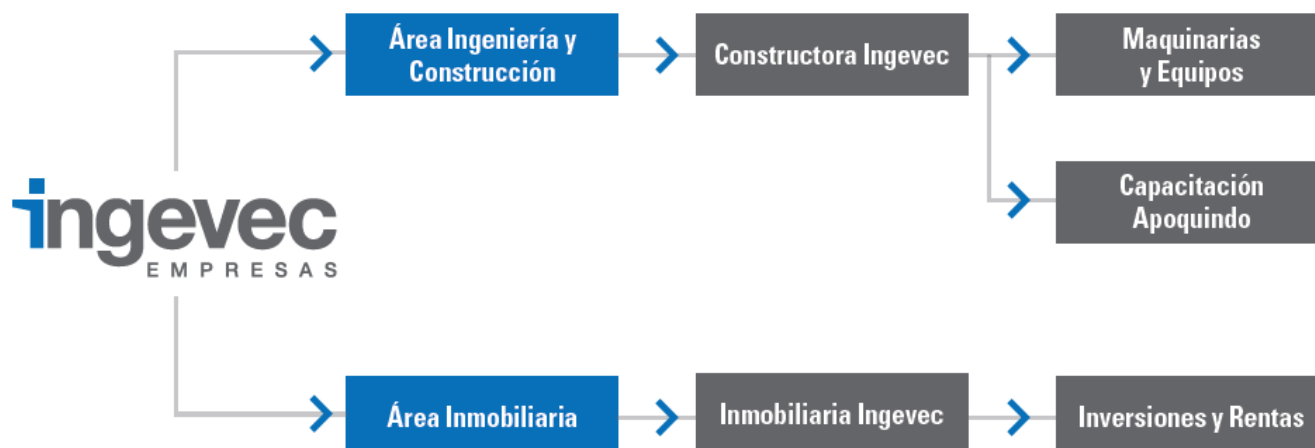
Nombre	Cargo
Enrique Besa Jocelyn-Holt	Presidente
Francisco Vial Bezanilla	Director
José Antonio Bustamante Bezanilla	Director
Gustavo Alcalde Lemarie	Director
Francisco Courbis Grez	Director
Ricardo Balocchi Huerta	Director
Juan Antonio Yáñez Cifuentes	Director

La administración de la compañía es liderada por Rodrigo González, gerente general, y conformada por seis ejecutivos, que se detallan a continuación:

Nombre	Cargo	Fecha de nombramiento
Rodrigo González Yutronic	Gerente General	05-12-2012
Gonzalo Sierralta Orezzoli	Gerente Construcción Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Aldo Balocchi Huerta	Gerente Comercial Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Enrique Dibarrart Urzúa	Gerente General Constructora Ingevec S.A.	02-03-2012
Jorge Zeltzer Faba	Gerente Inversiones y Rentas Spa	26-11-2010
José Antonio Bustamante	Gerente Inmobiliaria Ingevec S.A	03-01-2017

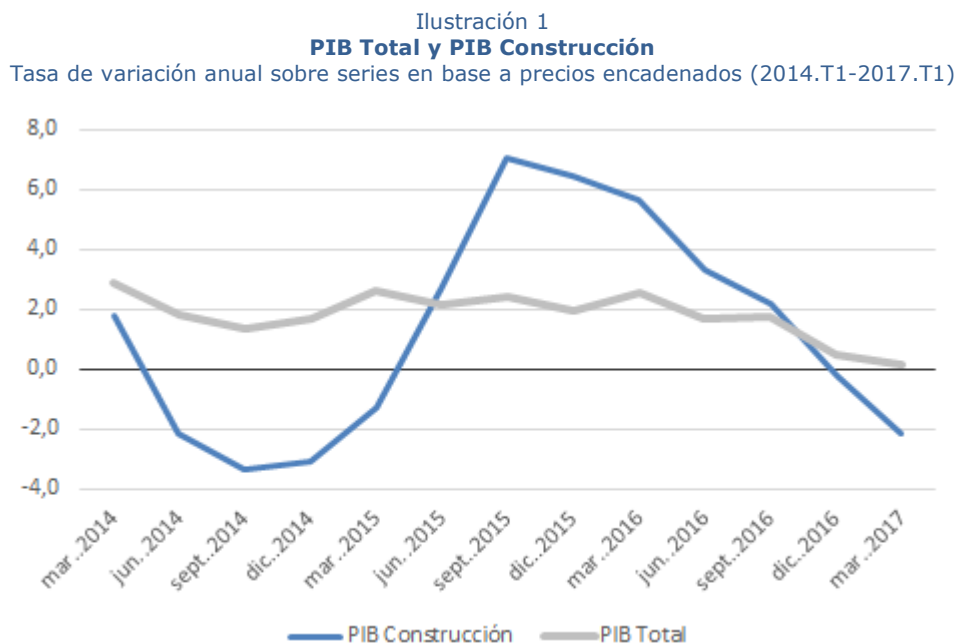
Estructura organizacional

El siguiente diagrama muestra la estructura de la sociedad:



Descripción del negocio y antecedentes de la industria

El sector de la construcción es uno de los sectores de mayor relevancia de la economía chilena y representó un 6,6% del Producto Interno Bruto (PIB) del país durante 2016⁵. El rubro está estrechamente vinculado al desarrollo del país y su nivel de actividad presenta oscilaciones más pronunciadas en comparación con el PIB total, tendiendo a ser pro cíclica, es decir más sensible a los períodos de expansión o de contracción de la economía, como se muestra en la Ilustración 1.

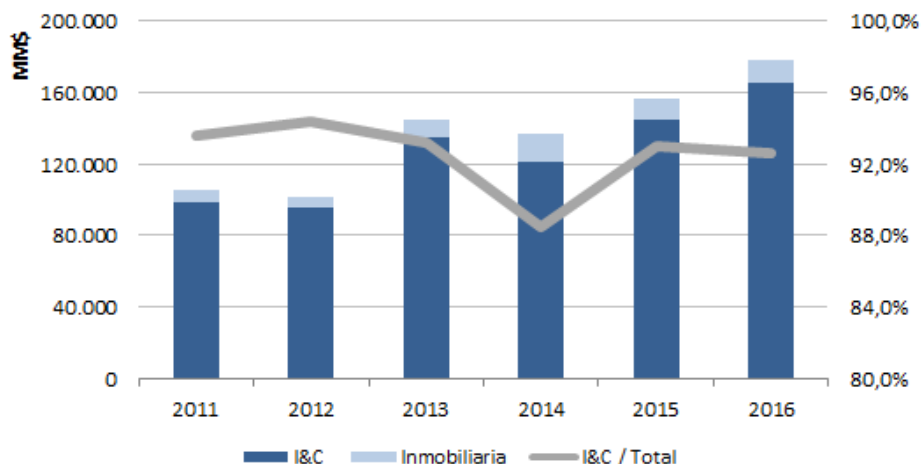


Ingevec realiza sus operaciones a través de dos líneas de negocios: Ingeniería y Construcción e Inmobiliario, además cuenta con distintas filiales para complementar ambos negocios.

El área inmobiliaria (que no incorpora aquellos proyectos del área que no consolidan en **Ingevec**) ha representado un 7,5% de los ingresos durante los últimos cinco años, en tanto que el segmento ingeniería y construcción ha representado un 92,5% de los ingresos totales. No obstante, la Ilustración 2 muestra que la relevancia de este último segmento cayó levemente, en 2014, a 88,5%. Con posterioridad ha retornado a niveles superiores a 90%.

⁵ Fuente: Banco Central de Chile

Ilustración 2
Descomposición Ingresos INGEVEC 2011-2015



La descripción de cada segmento se resume a continuación:

Ingeniería y construcción

Desarrollada principalmente por Constructora Ingevec, la cual actúa como contratista de terceros, sean empresas independientes o relacionadas, y a través de consorcios con otras compañías. Los proyectos se adjudican a través de licitaciones y corresponden, principalmente, a edificios habitacionales, viviendas, obras comerciales e industriales. Los ingresos provenientes de este segmento han tenido una tendencia creciente, a excepción de 2009 y 2010, cuando producto de la crisis financiera del segundo semestre de 2008, las ventas disminuyeron de manera importante (hasta 37% en 2009). Como se indicó anteriormente, este segmento da cuenta de más del 90% de los ingresos de la compañía.

Dentro de este negocio se encuentra un área de estudio de propuestas que tiene como finalidad estimar los costos involucrados en cada proyecto, a modo de ofrecer al mandante una propuesta con precios competitivos minimizando el riesgo de presupuestación. Sin perjuicio de las medidas de control utilizadas, en los hechos, este tipo de riesgo se hace evidente en el ejercicio de 2014, puesto que la mano de obra calificada migró hacia la minería, debido a los altos precios exhibidos por el cobre entre 2010 y 2014. Esto, elevó los costos de **Ingevec** y provocó caídas de la productividad del trabajo.

En términos de mandantes, el 68,53% de las ventas de 2016 provinieron de construcción para terceros, mientras que el 31,47% correspondía a construcción para relacionados. Como se mencionara anteriormente, los mandantes se encuentran atomizados; en efecto, hoy la compañía ejecuta alrededor de 50 proyectos para 45 mandantes diferentes.

Un punto relevante en el manejo de costos de la compañía dice relación con los insumos utilizados, para esto. Como política de la compañía, las compras se negocian a nivel central fijándose los precios de las materias primas al inicio de la obra y, pese a que la contratación de los insumos se realiza por cada obra, la empresa busca mantener una relación comercial de largo plazo con los proveedores.

Desarrollo inmobiliario habitacional

Área desarrollada por Inmobiliaria Ingevec, donde se lleva a cabo la gestión de proyectos habitacionales de forma directa o en asociación con otras compañías del rubro. Las tareas de esta área de negocios implican la coordinación y contratación de especialistas, adquisición de terrenos, gestiones legales con municipalidades y organismos públicos a través de la obtención de permisos.

Los proyectos inmobiliarios pueden ser de desarrollo propio o en proyectos de terceros, en este último caso, la compañía participa como socio inversionista y constructor a través de su filial Constructora Ingevec. A diciembre 2016, las ventas por participación en este tipo de proyectos ascendieron a \$13.246 millones.

Actualmente, Inmobiliaria Ingevec cuenta con 39 proyectos incluyendo habitacionales, comerciales, entre otros, de los cuales nueve están en construcción, 21 en gestiones previas a la construcción y nueve en escrituración. Con respecto a la ubicación, casi el 49% de los proyectos está ubicado en la Región Metropolitana y los precios de venta del 48,7% de los proyectos se encuentran en el tramo hasta 3.000 U.F.

Análisis financiero

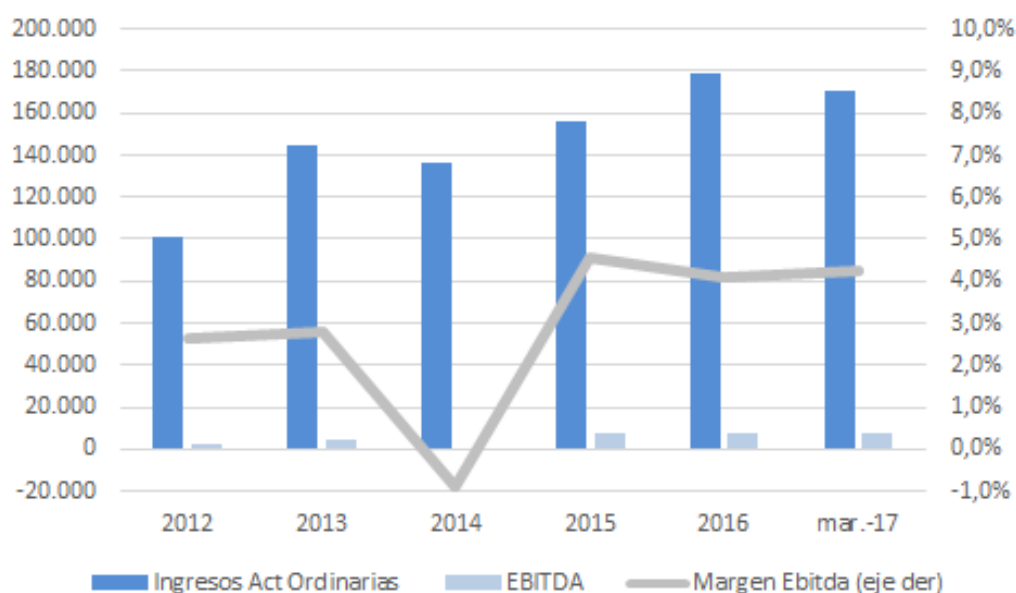
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Ingevec** desde 2012 hasta marzo de 2017⁶.

Evolución ingresos, resultados y EBITDA

En el período 2012-2013, los ingresos presentaron una tendencia creciente; pero, en 2014 esa tendencia fue interrumpida por la baja en los ingresos, tal como se aprecia en la Ilustración 3. En ese año, además, el margen EBITDA se contrajo hasta valores negativos. Con posterioridad, los ingresos muestran una tendencia creciente, mientras el margen EBITDA se ha estabilizado en torno a 4%

⁶ Los valores a marzo de 2017 se muestran como año móvil.

Ilustración 3
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
 (2010- Marzo 2017)



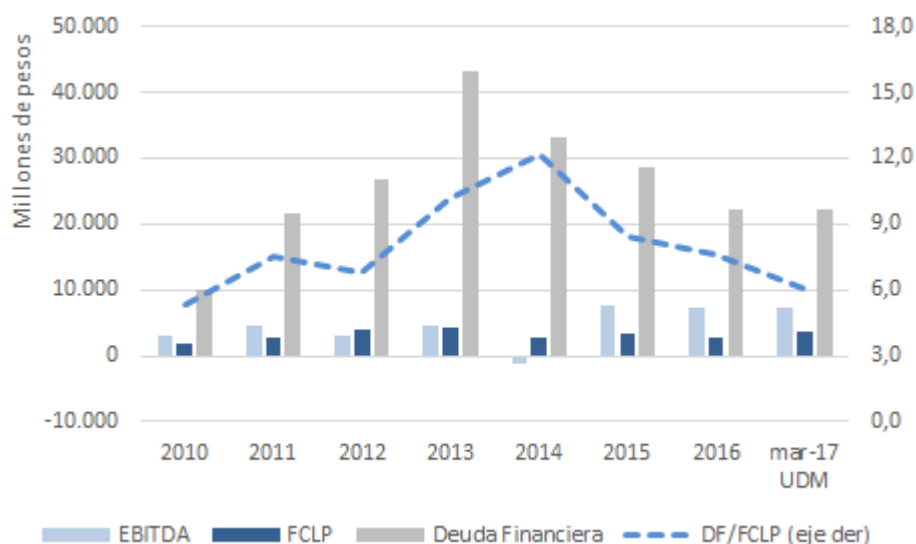
Endeudamiento

En el período 2010-2013, la razón de endeudamiento –medida como deuda financiera sobre EBITDA– subió debido al aumento sostenido de la deuda financiera, en tanto el EBITDA no presentó la misma tasa de crecimiento. Incluso, en 2014, los registros negativos de EBITDA han significado que la razón deuda financiera/EBITDA se haya situado en valores inferiores a cero. A marzo de 2017, este valor cerró en 3,0 veces. El indicador deuda financiera sobre FCLP^{7;8} muestra una trayectoria creciente hasta diciembre de 2014, con valores durante ese año que alcanzaron a 12,2 veces, mientras que -dada la normalización de los márgenes del segmento Construcción e Inmobiliaria- en diciembre de 2015 descendió a 8,4 veces, para cerrar en 2016 en 7,7 veces. A marzo de 2017, se ubicó en 6,1 veces, tal como se aprecia en la Ilustración 4.

⁷ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

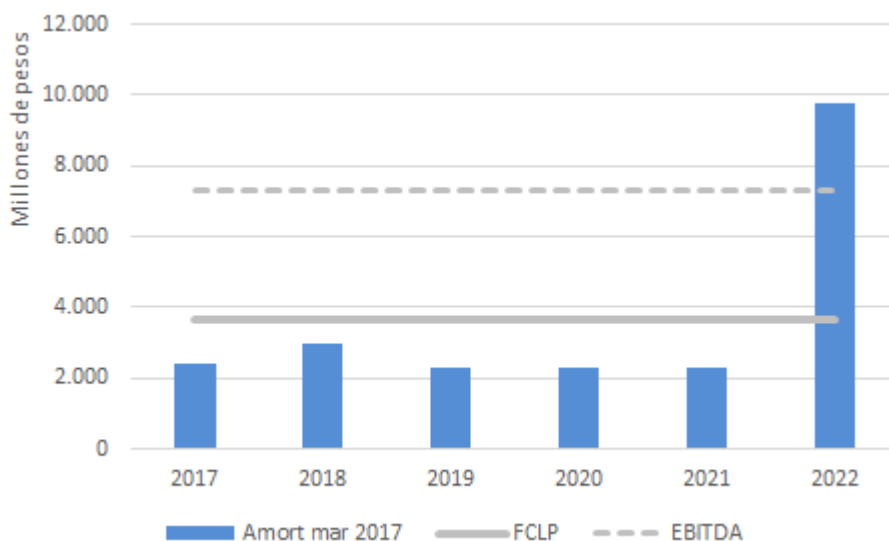
⁸ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2017.

Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
 (2010-marzo 2017. En millones de pesos de marzo de 2017)



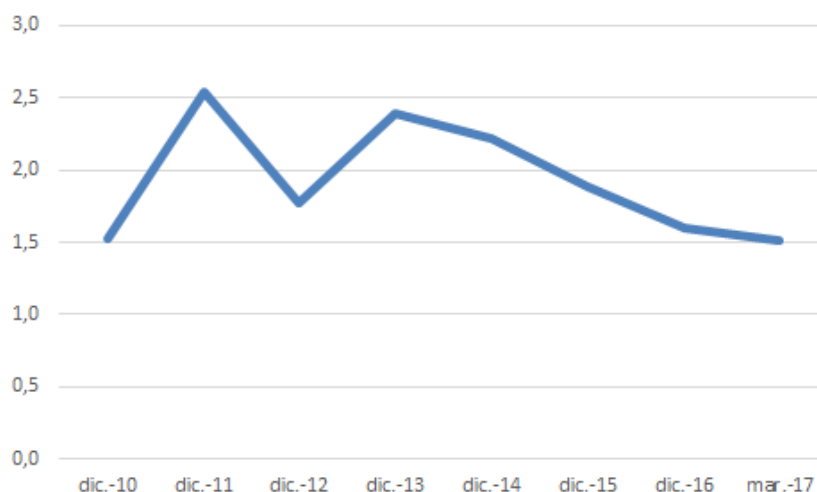
La Ilustración 5 muestra el calendario de vencimientos de la deuda financiera vigente a marzo de 2017. Se aprecia que entre 2017 y 2021 el FCLP supera las amortizaciones de la deuda. En efecto, salvo 2018, el FCLP supera en más de 50% los compromisos asociados a los pasivos financieros de la emisora. No obstante, a 2022 la amortización del bono supera en casi 2,7 veces el FCLP, por lo que habrá importantes necesidades de refinanciamiento a esa fecha.

Ilustración 5
Perfil de vencimientos
 (2016-2022)



En tanto, en las últimas observaciones, la relación pasivo exigible sobre patrimonio –que es intensiva en esta industria- se ha reducido, situándose a marzo de 2017 en niveles en torno a 1,5 veces. Cabe señalar, además, que los niveles de endeudamiento se ven influidos por la proporción que representen en cada momento las obras de inmobiliarias, línea de negocio que hace uso de un mayor apalancamiento que ingeniería y construcción (ver Ilustración 6).

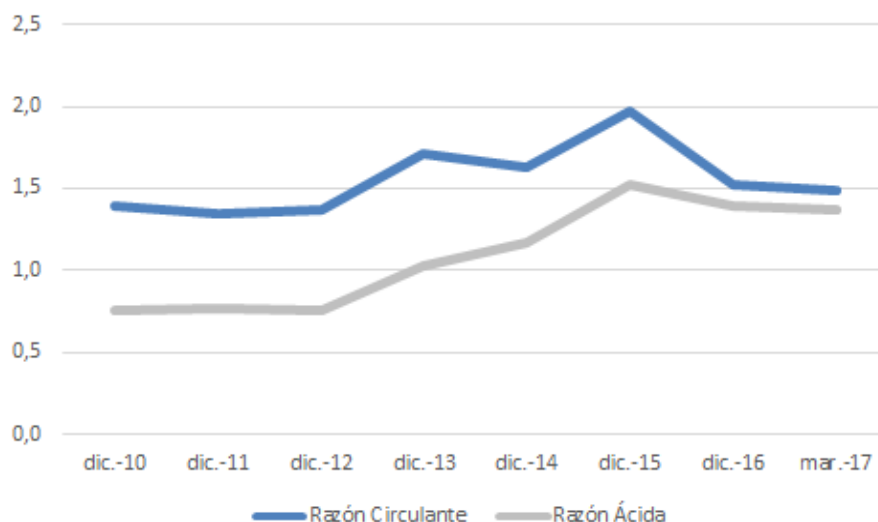
Ilustración 6
Evolución del Endeudamiento



Liquidez

Luego de la emisión del bono en 2013, debido a que una de sus finalidades era disponer de un adecuado nivel de capital de trabajo, la liquidez se incrementó hasta llegar a niveles de 2 veces. Con posterioridad, los indicadores de liquidez se han estabilizado en niveles cercanos a 1,5 veces, como se aprecia en la Ilustración 7.

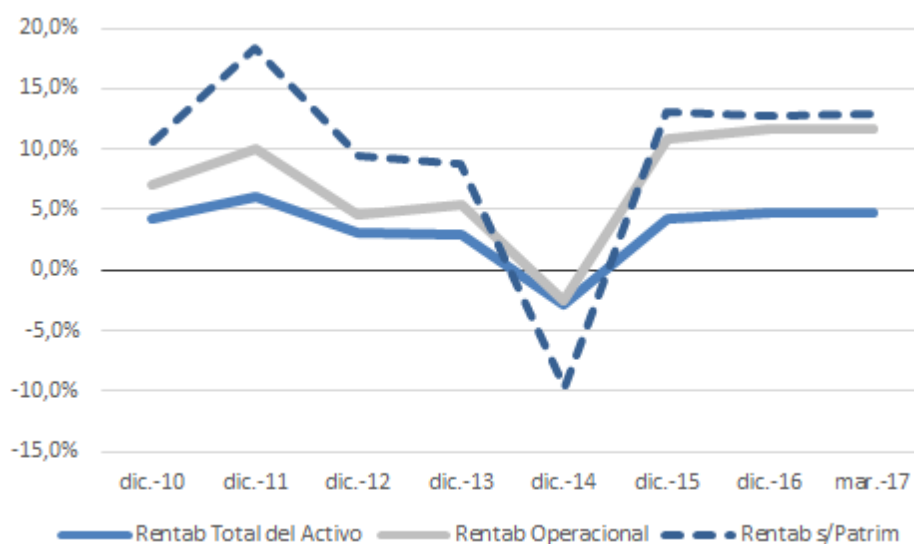
Ilustración 7
Evolución de la Liquidez



Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad de la compañía, tanto operacional, del patrimonio, como de los activos, mostró una tendencia decreciente entre 2011 y diciembre de 2014. Esta caída obedece a los resultados del alza en los costos de la mano de obra, la baja en la productividad y desviaciones entre los costos presupuestados y los reales. Con posterioridad, sin embargo, se aprecia un incremento de las diferentes medidas de rentabilidad, que muestran una estabilización a partir de 2015 (ver Ilustración 8).

Ilustración 8
Evolución de la Rentabilidad



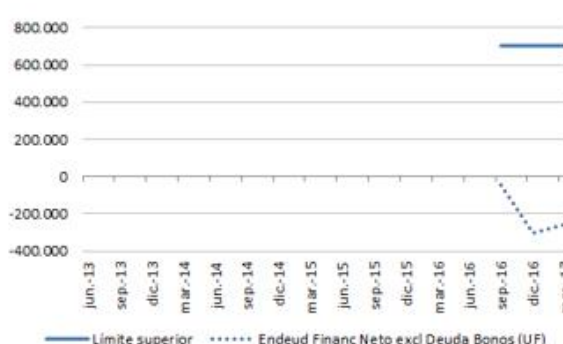
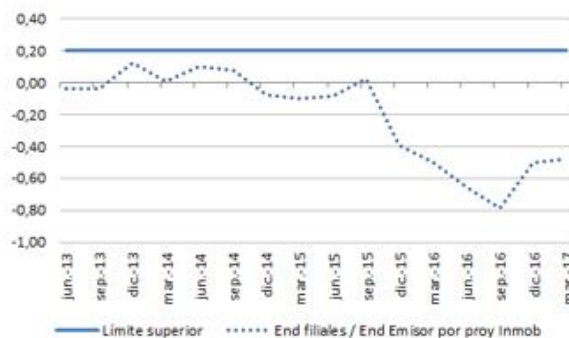
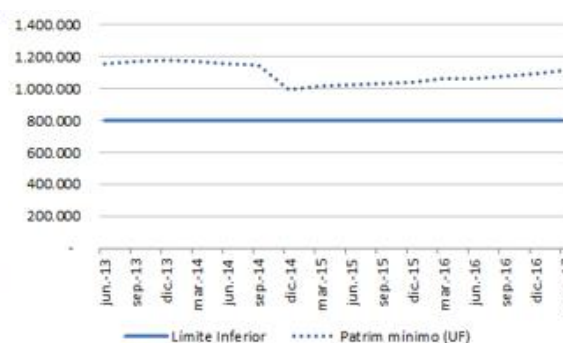
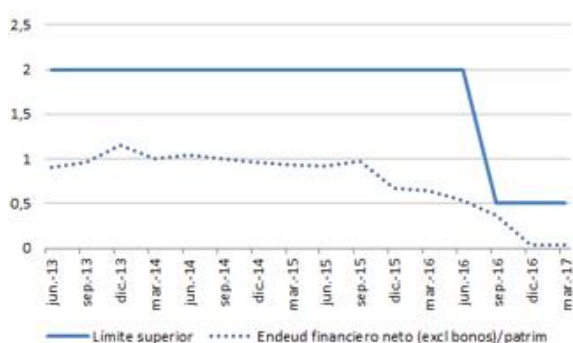
Características de la línea de bonos

Las características de la línea de bonos inscrita por **Ingevec** son:

Características de la línea de bonos	
Nº	751
Fecha de inscripción	12-04-2013
Monto máximo	UF 1.000.000
Moneda de emisión	Unidades de Fomento / Pesos Nominales
Plazo vencimiento	10 años

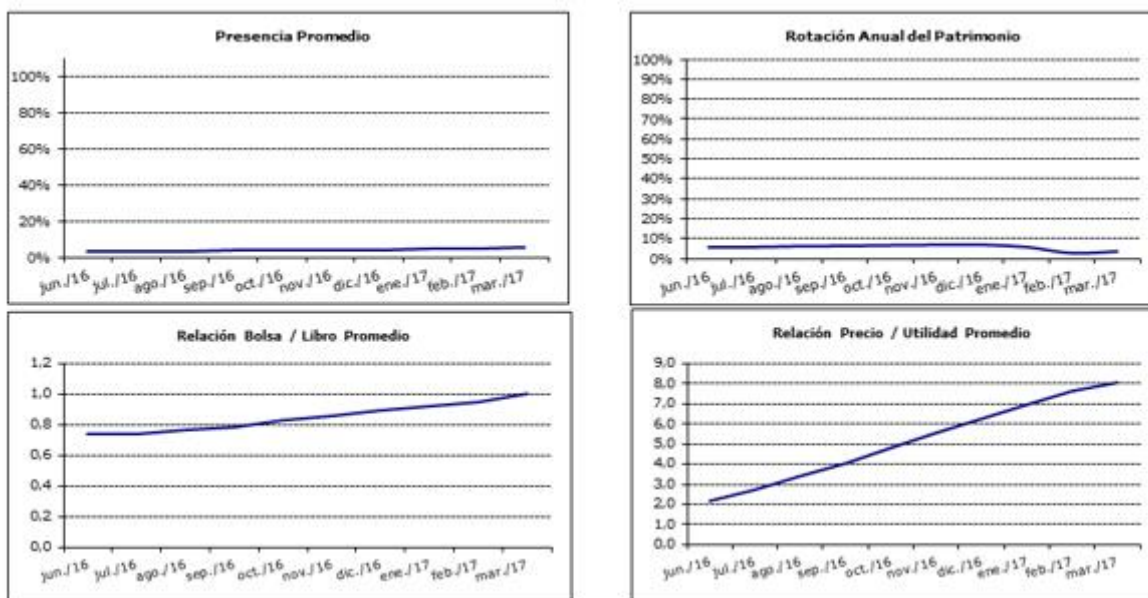
Covenants tras la reestructuración

Líneas de bonos		Valor Marzo 2017
Nivel de endeudamiento financiero (sin incorporar la deuda relacionada a bonos)	Menor a 0,5 veces	0,03
Endeudamiento Financiero Neto (sin incorporar la deuda relacionada a bonos)	Menor igual a UF 700.000	-259.226 UF
Obligaciones Financieras Relacionadas a Bonos	Menor igual a Obligaciones Financieras Relacionadas a esta emisión	
Patrimonio Neto Total	Mayor igual a UF 800.000	1.119.116 UF
Endeudamiento Financiero Neto atribuible a filiales cuyos estados financieros se consolidan con los del emisor, sumado al endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios	Menor o igual a un 20% del Endeudamiento Financiero Neto	-47,48%



Desempeño bursátil de la acción

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio, y la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro. Se aprecia que la presencia promedio ha subido levemente hasta alcanzar un 5,6% a marzo de 2017.



"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."