

Solvencia	Dic. 2017 BBB	Mayo 2018 BBB
Perspectivas	Estables	Positivas

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes

(Cifras millones de pesos)

	2016	2017	Mar. 2018
Ingresos Ordinarios	178.534	155.546	38.610
Ebitda (1)	6.316	6.886	2.320
Ebitda Ajustado(2)	7.646	10.150	2.629
Deuda financiera (3)	22.103	26.595	26.837
Margen operacional	2,6%	3,6%	4,9%
Margen Ebitda	3,5%	4,4%	6,0%
Margen Ebitda Ajustado	4,3%	6,5%	6,8%
Endeudamiento total	1,6	1,6	1,3
Endeudamiento financiero	0,8	0,8	0,6
Ebitda / Gastos Financieros	3,7	4,8	5,2
Ebitda Aj./Gastos Financieros Aj.(4)	4,5	7,1	7,0
Deuda Financiera / Ebitda Aj.	2,9	2,6	2,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	1,7	2,0	1,2
FCNOA*/ Deuda Financiera	58%	35%	32%

(1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

(2) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación - costos financieros incluidos en el costo de venta.

(3) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(4) Gastos financieros ajustados = gastos financieros + gastos financieros activados

Perfil de Negocios: Adecuado

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Industrias cíclicas y competitivas					
Participación en negocios distintos a los de su Core Business					
Diversificación geográfica y por grupo socioeconómico					

Posición Financiera: Intermedia

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

Analista: Esteban Sánchez C.
esteban.sanchez@feller-rate.cl
(562) 2757-0482
Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.cl
(562) 2757-0463

Fundamentos

La clasificación "BBB" asignada a la solvencia y líneas de bonos de Ingevec S.A., refleja un Perfil de Negocios "Adecuado" y una Posición Financiera "Intermedia".

El aumento de clasificación de sus acciones a "Primera Clase nivel 3", responde principalmente al incremento de la liquidez de los títulos accionarios en los últimos periodos.

La compañía opera bajo las unidades de negocio Ingeniería y Construcción (I&C), Inmobiliaria e Inversiones y Rentas. Su principal actividad es el rubro de la construcción, especialmente en el área de edificación habitacional.

A marzo de 2018, los ingresos consolidados de Ingevec alcanzaron \$ 38.610 millones, experimentando un crecimiento anual del 7,2%. Lo anterior, se debe al incremento en la actividad de I&C, asociado a un mayor nivel de contratos adjudicados, lo que compensó los menores ingresos del segmento inmobiliario.

Asimismo, el margen Ebitda ajustado - incluyendo la participación en asociadas y descontando los costos financieros incluidos en el costo de venta- alcanzó a 6,8% (5,7% a igual periodo del año anterior). Ello, refleja principalmente la recuperación de los márgenes operacionales del segmento I&C, en conjunto con el menor nivel de escrituración en proyectos con terceros y la pérdida registrada en el segmento hotelero, a la espera de la maduración de los proyectos en operación.

Con fecha 15 de marzo de 2018, Ingevec realizó la colocación de 190 millones de acciones de pago, de las cuales, a la fecha de los estados financieros se suscribieron cerca de 125 millones (\$ 9.695 millones). El resto del capital se suscribió durante el mes de abril, totalizando una recaudación de \$ 15.030 millones.

Al primer trimestre de 2018, el stock de deuda financiera alcanzaba \$ 26.837 millones, esto

es, un 20,5% mayor que el alcanzado a igual periodo del año anterior, producto del financiamiento de nuevas obras. No obstante, la mayor generación de Ebitda ajustado, en conjunto con la emisión de acciones, redundaron en un fortalecimiento de los indicadores de riesgo crediticio. En efecto, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado y de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados alcanzaron 1,2 veces y 7,0 veces, respectivamente (1,9 veces y 4,8 veces, respectivamente, a marzo de 2017).

Perspectivas: Positivas

El cambio de perspectivas incorpora la conservadora política financiera de la compañía, asociada a su principal actividad (I&C), en conjunto con la recuperación de los márgenes operacionales, que le han permitido mantener indicadores de endeudamiento por debajo del promedio de la industria en periodos de menor dinamismo.

Adicionalmente, considera el financiamiento de su plan de inversión en base a los recursos obtenidos de la emisión de acciones recientemente realizada, otorgándole mayor flexibilidad financiera.

ESCENARIO DE ALZA: Se podría gatillar ante la mantención de manera estructural de los indicadores crediticios, en conjunto con la rentabilización de los proyectos que se encuentran fuera de su Core Business.

En particular, Feller Rate espera que la compañía mantenga de manera estructural un indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado por debajo de las 2,0 veces.

ESCENARIO DE ESTABILIZACIÓN: Se podría dar ante un cambio adverso en la condiciones de mercado, ante mayores presiones sobre sus márgenes operacionales como resultado de las inversiones en el negocio hotelero o en caso de políticas financieras más agresivas, que se tradujeran en un debilitamiento de los índices de riesgo crediticio.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

Factores Clave

- Operación en industria atomizada, altamente competitiva, sensible al ciclo, y con márgenes relativamente estrechos.
- Amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación.
- Baja diversificación de ingresos por segmentos.
- Área de I&C expuesta a riesgos de sobrecostos y contingencias, dada la modalidad de los contratos.
- Participación en negocio hotelero, con riesgos distintos a los de su Core Business.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

Factores Clave

- Flujos provenientes de una amplia cartera de contratos adjudicados.
- Recuperación de los márgenes del sector I&C, se traducen en un mejoramiento en los indicadores financieros.
- Liquidez clasificada como "Satisfactoria".

Solvencia	BBB
Perspectivas	Positivas

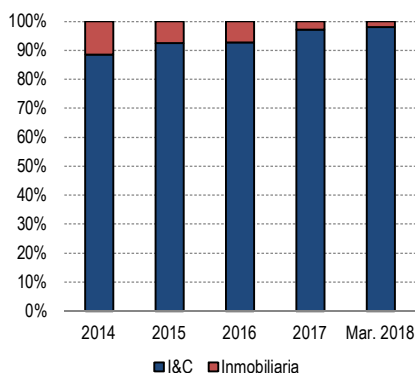
PERFIL DE NEGOCIOS *ADECUADO*

Estructura de propiedad

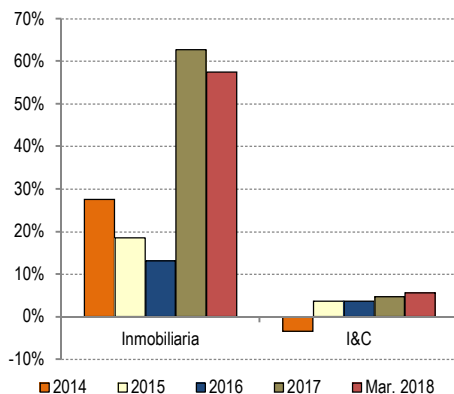
Con fecha 15 de marzo de 2018, Ingevec S.A. realizó una colocación de acciones en la cual el grupo controlador renunció a sus derechos de suscripción preferente.

De esta forma, actualmente la sociedad es controlada por los empresarios chilenos: Enrique Besa, José Antonio Bustamante y Francisco Vial, quienes en conjunto poseen el 42,06% de la propiedad, y por los ejecutivos de la compañía que mantienen un 11,93%. El grupo controlador cuenta con un acuerdo de actuación conjunta.

Evolución de la composición de ingresos consolidados



Evolución del margen Ebitda ajustado*



*Cifras conforme a lo informado por la compañía en los Informes Entrega Resultados.

- Ingevec S.A. opera bajo las unidades de negocio Ingeniería y Construcción (I&C), Inmobiliario e Inversiones y Rentas. A lo largo de su historia, ha enfocado su actividad en el rubro de la construcción, mayoritariamente en el área de edificación habitacional, concentrándose en la Región Metropolitana.
- Si bien el área I&C durante los últimos años ha representado por sobre el 80% de los ingresos consolidados, alcanzando a marzo de 2018 el 81,9% en términos de generación de Ebitda ajustado -incluyendo participación en asociadas y descontando los costos financieros incluidos en el costo de venta- el sector inmobiliario ha representado el 26,8% promedio entre 2015 y 2017, obteniendo el 18,1% al primer trimestre del presente año.

Esto, se debe a los mayores márgenes inherentes del negocio inmobiliario en comparación a I&C, sumado a una relevante cartera de proyectos inmobiliarios con socios, los cuales la entidad no consolida debido a su porcentaje de participación.

Amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación

- La compañía participa en el sector I&C mediante su filial Constructora Ingevec. A su vez, la entidad realiza proyectos como contratista de empresas relacionadas y a través de la participación en consorcios con otras empresas constructoras, como DLP, Cypco, Inarco, Icafal, Claro Vicuña Valenzuela, entre otras, de manera de mitigar los riesgos asociados a contratos de mayor envergadura y permitiendo maximizar sus recursos, manteniendo una cartera más diversificada.
- En los últimos periodos, el plan estratégico de la compañía ha contemplado un incremento de proyectos inmobiliarios con terceros y relacionados, resultando en una fuerte concentración de los ingresos del segmento en proyectos habitacionales, representando el 74,0% y 82,4% de las ventas del área a diciembre de 2017 y marzo de 2018, respectivamente.

Al 31 de marzo de 2018, cerca del 22,9% de los proyectos facturados corresponden a obras realizadas para relacionados, lo cual se encuentra acorde con la estrategia de la compañía.

Modalidad de contratos contribuye a menores necesidades de financiamiento, sin embargo, expone a Ingevec a riesgos de sobre costos y contingencias

- Todos los contratos adjudicados por Constructora Ingevec, tanto de mandantes relacionados como de externos, son sobre la base de contratos a precio fijo (suma alzada), lo que implica que Ingevec absorba todos los riesgos asociados a sobrecostos y posibles contingencias de los proyectos.

Al respecto, dicho efecto se ve materializado en las pérdidas registradas en 2014, debido a las fuertes presiones de sobre costos que afectaron la industria, producto de absorber el significativo aumento en el precio de la mano de obra en los contratos firmados; sumado a dificultades en la etapa de terminaciones y de recepción de obras; cuestionamiento de los cobros por parte de mandantes; quiebras e incumplimientos de subcontratistas implicaron una extensión en los plazos y otros costos adicionales.

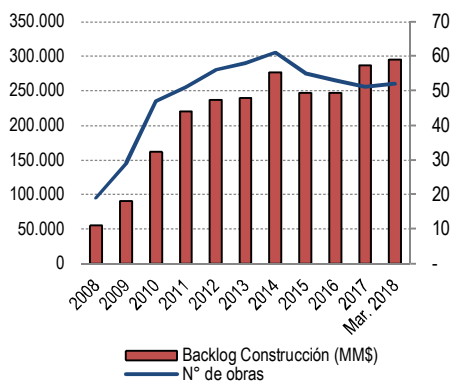
- En contrapartida, esta modalidad de contratos permite a la empresa financiar parte importante de su operación a través del calce de flujos de pago entre sus clientes y proveedores, disminuyendo sus necesidades de financiamiento externo, ya que recibe un pago anticipado y luego flujos de pago por parte de los clientes, según el grado de avance y cumplimiento alcanzado por las obras.
- Adicionalmente, todos los contratos son a precios de mercado, en U.F., lo que garantiza e incentiva la competitividad de la empresa en el mercado.

Backlog de I&C sustenta el desarrollo de actividades en el corto a mediano plazo

- Históricamente, la cartera de proyectos de la entidad ha contado con una mayor participación en proyectos de edificación habitacional. Esto, se ha visto reforzado en el último periodo por el

Solvencia **BBB**
Perspectivas **Positivas**

Evolución Backlog I&C



Diversificación en las ventas del segmento I&C

Zona geográfica

	2014	2015	2016	2017	Mar. 2018
RM	68,3%	70,4%	71,8%	76,3%	81,0%
Otras regiones	31,7%	29,6%	28,2%	23,7%	19,0%

Tipo de construcción

	2014	2015	2016	2017	Mar. 2018
Habitacional	70,9%	90,6%	78,3%	74,0%	82,4%
Infraestructura	29,1%	9,4%	21,7%	26,0%	17,6%

Según la relación con el mandante

	2014	2015	2016	2017	Mar. 2018
Relacionadas	28,4%	26,6%	31,6%	18,2%	22,9%
Terceros	71,6%	73,4%	68,4%	81,8%	77,2%

incremento de proyectos inmobiliarios con terceros y relacionados. A marzo de 2018, el *backlog* se concentra un 91,3% en proyectos habitacionales (73,1% en diciembre de 2016), mientras que el resto de la cartera la conforman obras comerciales (8,1%) y edificaciones asociadas al sector público (0,7%).

- A contar de 2013, Ingevec se planteó aumentar la participación en proyectos con empresas relacionadas con el objetivo de alcanzar al menos un 25% de las ventas del año. Esto implica por un lado mayor flexibilidad en cuanto a plazos y condiciones establecidas en los contratos, pero por otro lado, genera cierta dependencia al nivel de actividad que logren estas empresas relacionadas. En línea con la estrategia definida, a diciembre de 2017, la participación de relacionadas en el *backlog* del segmento alcanzó cerca de un 49%.
- En el primer trimestre de 2018, el *backlog* del sector alcanzó los \$ 295.119 millones (el mayor en su historia) registrando un crecimiento del 2,9% respecto de diciembre de 2017. Esto se debe al aumento de adjudicaciones, asociado a la recuperación en la actividad del sector; y a un incremento de proyectos con relacionados.

El actual *backlog* cuenta con 52 contratos en ejecución, con un monto promedio por obra mayor que en años anteriores. Asimismo, se observa que el 35,8% será ejecutado durante 2018, con una mayor concentración, en términos de zona geográfica, en la Región Metropolitana (82,3% del total).

Área inmobiliaria: desempeño en línea con la industria, con relevante participación en proyectos a través de consorcios no consolidados

- Ingevec opera en este segmento de negocios a través del desarrollo y gestión de proyectos inmobiliarios habitacionales, por medio de su filial Inmobiliaria Ingevec S.A.
- La compañía participa en el desarrollo inmobiliario habitacional en forma directa mediante la marca Ingevec (Ex Progesta) y en forma indirecta, a través de su participación en consorcios con otras empresas inmobiliarias en los que actúa como socio y constructor, esta última actividad por medio de Constructora Ingevec.
- A contar de 2013, Ingevec ha privilegiado el desarrollo del negocio inmobiliario a través de consorcios. La modalidad de operación a través de consorcios, formados por dos o más compañías, posibilita, en general, desarrollar proyectos de mayor tamaño y complejidad técnica.
- Adicionalmente, este esquema permite compartir el riesgo asociado a cada proyecto, alcanzando una mayor diversificación de cartera y una menor agresividad competitiva. En contrapartida, suelen implicar menores márgenes a la vez que introducen el riesgo operacional asociado a una administración compartida.
- Al respecto, se observa que las escrituras proporcionales durante los últimos años si bien han disminuido en términos de unidades, los precios promedio han ido relativamente al alza, pasando desde U.F. 1.580 en 2013 hasta alcanzar las U.F. 3.207 en 2017. En tanto, a marzo de 2018 se observa una variación negativa en el nivel de escrituras proporcionales hasta alcanzar U.F. 128 mil (U.F. 317 mil a igual periodo del año anterior) con un precio promedio de U.F. 2.630 (U.F. 3.488 a marzo de 2017). Esto, debido al menor lanzamiento de proyectos durante los años 2015 y 2016.
- En contrapartida, en las promesas proporcionales, a marzo de 2018, se observa un monto por U.F. 264 mil, con un crecimiento anual del 175,1%. Esto se debe a la mayor cantidad de proyectos lanzados durante el segundo semestre de 2017, sumado a mejores políticas comerciales, lo que compensó el menor precio promedio.
- La oferta habitacional de Ingevec está orientada a los segmentos socioeconómicos medios, medios bajos y bajos con valores de venta por vivienda entre U.F. 2.000 y U.F. 4.000. Estos segmentos han presentado una mayor sensibilidad al ciclo económico, debido principalmente a las mayores restricciones en el acceso al financiamiento hipotecario en períodos recesivos de la economía. Adicionalmente, la entidad se adjudica constantemente subsidios para la construcción de viviendas sociales, para mitigar los riesgos de la industria.
- El área inmobiliaria de Ingevec posee una variada cartera de proyectos en venta y/o construcción, equivalente al saldo de unidades prometidas por escriturar (proporcionales a su participación) por U.F. 579 mil, a marzo de 2018. Dicha cartera presenta una buena

Solvencia	BBB
Perspectivas	Positivas

Segmento Inmobiliario

Distribución por zona geográfica

	2015	2016	2017	Mar. 2017	Mar. 2018
RM	29,7%	64,6%	79,6%	76,7%	82,3%
Norte	59,5%	1,7%	6,9%	21,7%	6,5%
Centro	6,2%	33,7%	8,5%	1,6%	7,2%
Sur	4,6%	0,0%	5,0%	0,0%	4,0%

Promesas proporcionales por escriturar (Backlog)

	2015	2016	2017	Mar. 2017	Mar. 2018
M U.F.	1.144	898	443	675	579
Unidades	466	297	156	217	197
Precio promedio (U.F.)	2.455	3.025	2.842	3.110	2.938

Escrituración proporcional

	2015	2016	2017	Mar. 2017	Mar. 2018
M U.F.	775	720	1.045	317	128
Unidades	443	351	326	91	49
Precio promedio U.F.	1.750	2.051	3.207	3.482	2.612

Promesas proporcionales

	2015	2016	2017	Mar. 2017	Mar. 2018
M U.F.	882	487	590	96	264
Unidades	380	184	202	29	92
Precio promedio U.F.	2.320	2.646	2.923	3.304	2.864

diversificación geográfica, concentrando el 65,1% de los proyectos en la Región Metropolitana.

Entrada en el negocio hotelero genera una mayor diversificación de ingresos, no obstante, se incorporan riesgos distintos a los de su Core Business

➤ A contar de 2010, la compañía a través de Inversiones y Rentas Ingevec SpA, realiza proyectos comerciales de oficinas y, posteriormente, hoteles diversificando su cartera de proyectos. En 2016 se materializó la separación de esta área del segmento inmobiliario que mantiene Ingevec.

La compañía participa en este negocio en conjunto con 2 socios estratégicos de Chile y 1 de Perú. Los participantes locales son la familia Albala (accionista principal de Laboratorios Maver) y el grupo Amszynowski, este último, con experiencia en desarrollos inmobiliarios residenciales, a través de Inmobiliaria Prados e Inversiones Amsal. Asimismo, participa en la sociedad la familia Kulisic, dueña de la pesquera Cantabria y con experiencia en el segmento inmobiliario y en el sector pesquero en Ecuador.

➤ En 2014, mediante un pacto entre los accionistas de la compañía, se decidió por medio de Rentas Ingevec iniciar el primer proyectos de hoteles, que contemplaba tanto la construcción como la gestión de 10 hoteles desde el centro hacia el norte del país y 4 en Perú. Al respecto, Ingevec con los otros inversionistas del proyecto hotelero mantienen un pacto de control conjunto.

➤ La inversión total del proyecto se estima en US\$ 180 millones (US\$ 120 para Chile) los cuales serán financiados mediante un mix de capital y deuda. Con respecto a la propiedad controladora de los proyectos hoteleros, actualmente Ingevec mantiene entre el 35% y 40% en cada una de las edificaciones.

➤ La entidad mantiene una alianza con gestor hotelero Accor de la marca internacional Ibis para la operación de éstos hoteles. Al respecto, el gestor cuenta con marcas de alto reconociendo como Ibis e Ibis Budget, las cuales se utilizarán en el proyecto hotelero.

➤ Actualmente, se encuentran 6 hoteles en etapa de operación, en las ciudades de Iquique, Copiapó y Calama (2 por ciudad), en conjunto con 2 hoteles en etapa de construcción (el hotel Ibis Budget en Manuel Montt y el hotel Ibis en la comuna de Trujillo, en Perú). Adicionalmente, la entidad se encuentra desarrollando otros 5 proyectos, cuya entrada en operación se espera para el año 2020.

➤ Feller Rate considera favorable la diversificación de negocios de la compañía al incorporar el negocio hotelero enfocado, principalmente, al viajero de negocios. No obstante, estos pertenecen a una industria altamente atomizada, competitiva y sensible al ciclo económico, por lo cual se debe ir observando las tasas de ocupación de los respectivos hoteles y su adecuación al mercado actual.

Al respecto, los hoteles que se encuentran operativos evidenciaron tasas promedio de ocupación del 24,5% y 42,5% al cuarto trimestre de 2017 y primer trimestre de 2018, respectivamente, lo que se encuentra en línea con lo presupuestado por la compañía.

Participación en una industria cíclica, atomizada y competitiva

➤ Las industrias de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria tienen una correlación positiva con las condiciones macroeconómicas del país. Contracciones provocan postergación en grandes inversiones del sector y así, variables como condiciones de financiamiento, tasa de desempleo, inflación y expectativas económicas condicionan fuertemente la actividad del sector. En este sentido, la vulnerabilidad afecta particularmente al sector inmobiliario, en la medida que sus operaciones evidencian una mayor sensibilidad y disponen de estructuras de financiamiento de menores plazos.

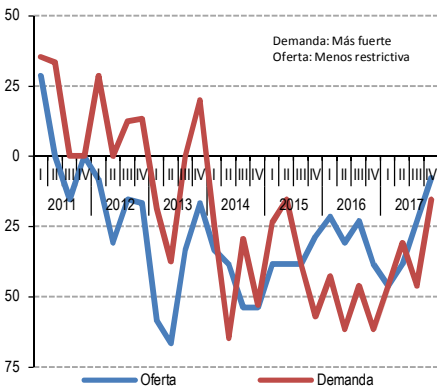
— SECTOR CONSTRUCCIÓN

➤ La industria de I&C está constituida por varios oferentes que participan en la amplia gama de negocios relacionados a esta actividad. En Chile coexisten grandes empresas constructoras enfocadas principalmente en grandes obras de infraestructura hasta pequeñas compañías enfocadas en obras más específicas y de menor envergadura. En este ámbito, las crecientes

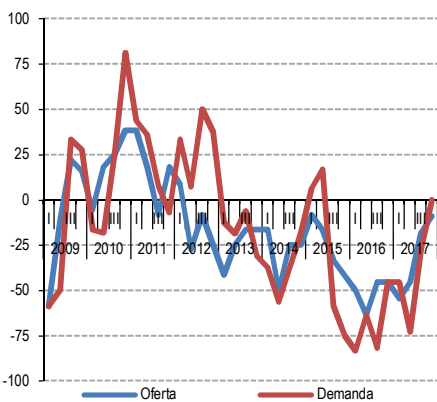
Solvencia	BBB
Perspectivas	Positivas

Condiciones en la demanda de créditos en el sector construcción se mantienen restrictivas

Sector Construcción



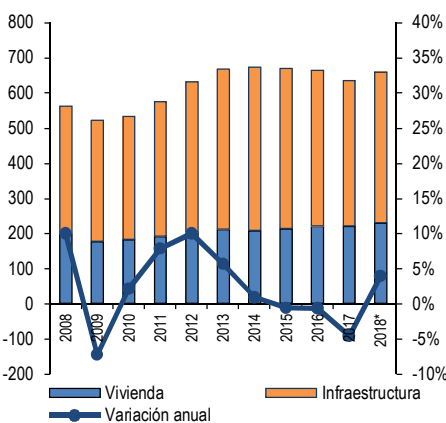
Sector Inmobiliario



Fuente: Banco Central de Chile; encuesta de créditos bancarios.
*Cifras en porcentaje.

Evolución de la Inversión en Construcción

Cifras en millones de U.F.



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

exigencias técnicas y la competencia en precios que impera en el sistema de adjudicación de proyectos vía licitación hace que las empresas compitan fuertemente y se vean obligadas a ser cada vez más eficientes en el desarrollo de sus proyectos generando presiones en los márgenes de operación.

- El segmento de construcción se caracteriza por márgenes estrechos, asociados principalmente al desarrollo de proyectos y obras que suelen realizarse bajo la modalidad "llave en mano" y sobre la base de contratos a precio fijo, recibiendo flujos de pago por parte de los clientes según su grado de avance y cumplimiento alcanzado en las obras. Esto, resultando en la existencia de riesgos de sobrecostos y posibles contingencias.

— **SECTOR INMOBILIARIO**

- El sector inmobiliario, en tanto, presenta una alta sensibilidad al ciclo económico, con una demanda fuertemente influida por el costo y el acceso a financiamiento, la tasa de desempleo, la inflación y las expectativas económicas. Los oferentes, por su parte, son sensibles al costo y al acceso a financiamiento, y a la variabilidad de precios de la mano de obra e insumos.
- El largo ciclo productivo genera un desfase relevante entre las decisiones de inversión y la materialización de la compra, lo que genera frecuentes desbalances entre oferta y demanda real. El desarrollo de proyectos inmobiliarios requiere de fuertes necesidades de recursos para el financiamiento de compras de terrenos y de capital de trabajo para la construcción.
- Normalmente, el financiamiento de la construcción se realiza a través de líneas de créditos de construcción, cuya amortización está ligada a la venta de las unidades inmobiliarias. Por tanto, situaciones de sobre oferta y ralentización de las ventas repercuten directamente sobre la velocidad de pago de las líneas de crédito a la construcción e incrementan su costo financiero afectando negativamente la flexibilidad financiera de las empresas.
- En la medida que no existan deudas estructurales cuya capacidad de pago no esté sustentada por los excedentes generados (utilidades) por los proyectos inmobiliarios, la presión sobre la flexibilidad financiera generada por una caída en el ritmo de actividad será considerablemente menor.

I&C: 2017 registró un debilitamiento en las inversiones, no obstante, se proyecta un crecimiento durante 2018

- Desde el año 2013, se evidenció una constante desaceleración en la inversión del sector construcción respecto de lo exhibido en periodos anteriores.

De esta forma, según cifras del Catastro Inversión Total Quinquenal, realizado por la Corporación de Bienes de Capital, hasta junio de 2017 las inversiones continuaban con la tendencia decreciente observada entre 2015 y 2016. Sin embargo, en los últimos dos trimestres se observó un leve repunte en las estimaciones de los planes de inversiones.

- Según cifras entregadas por el Banco Central, al cuarto trimestre de 2017 el PIB del sector construcción registró una disminución equivalente al 0,5% respecto de igual periodo de 2016, redundando en una caída, considerando 12 meses acumulados, del 2,4%.
- En 2018, según datos de la Cámara Chilena de la Construcción (CCHC), el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) del mes de marzo evidenció un incremento del 4,1% respecto de marzo de 2017. Esto, siguiendo la positiva tendencia exhibida en enero y febrero de igual periodo, con crecimientos del 4,4% y 2,6%, respecto de enero y febrero de 2017, respectivamente.
- Asimismo, según cifras del Informe Macroeconomía y Construcción (MACH) de abril de 2018, se proyecta -en el escenario base- que durante 2018 la inversión en construcción registrará un incremento de entre el 2% y 6% respecto de 2017. Esta proyección proyecta un crecimiento más pronunciado durante los próximos dos trimestres, asociado al efecto de menores bases de comparación y al impulso expansivo de la política monetaria -lo cual se refleja en las bajas tasas de interés o menores costos de acceso al crédito-.

Al respecto, en vivienda se espera un crecimiento real anual en torno al 4,1%, mientras que para la inversión agregada en infraestructura -la que aporta dos tercios del total de inversión en construcción- se prevé un incremento del 3,9% en 2018 respecto del año 2017, impulsado principalmente por el sector privado.

Solvencia
Perspectivas

BBB
Positivas

Recuperación en los niveles de escrituración en 2017, tras la caída observada en el Gran Santiago durante 2016

- En los años 2015 y 2016, las ventas inmobiliarias, así como los niveles de promesas, estuvieron fuertemente afectados por la entrada en vigencia de la reforma que disminuía de forma gradual el tope máximo del crédito especial de IVA para empresas constructoras -el que contemplaba un crédito igual al 65% del IVA débito fiscal- desde un costo de construcción máximo de U.F. 4.500 hasta alcanzar en 2017 un nuevo límite en las U.F. 2.000.

De esta forma, en 2015 las ventas inmobiliarias del Gran Santiago registraron un fuerte impulso, con un crecimiento anual del 26,8% hasta alcanzar las 43.994 viviendas (en base a cifras informadas por la CCHC). Asimismo, se observó un fuerte crecimiento en los niveles de promesas, de los cuales cerca del 23% se encontraba asociado a proyectos en blanco.

En contrapartida, en 2016 se registraron 27.415 ventas de viviendas, esto es, un 37,7% menor respecto del año anterior. Esto, debido principalmente al adelantamiento mencionado anteriormente, que generó una menor demanda esperada, sumado al menor dinamismo económico y a las condiciones más restrictivas en el acceso a financiamiento para la vivienda.

- En 2017, se vendieron 31.934 viviendas, registrando un incremento del 16,5% respecto de 2016. A su vez, se observó que la venta de departamentos evidenció un fuerte aumento (21,5%), acorde a lo esperado, que compensó la leve disminución en las ventas de casas (0,1%).
- Por su parte, al primer trimestre de 2018 se registraron 7.224 ventas de viviendas en el Gran Santiago, lo que se compara negativamente (1,4%) con las 7.324 vendidas a igual periodo del año anterior. Esto, asociado a la fuerte disminución en la venta del mercado de casas (21,1%), parcialmente compensado por la positiva evolución del mercado de departamentos, cuya demanda se incrementó un 3,5%.

A igual periodo, los meses para agotar stock alcanzaron un promedio de 23,7 meses, exhibiendo una relativa estabilidad en los últimos trimestres.

Solvencia
Perspectivas

BBB
Positivas

POSICION FINANCIERA

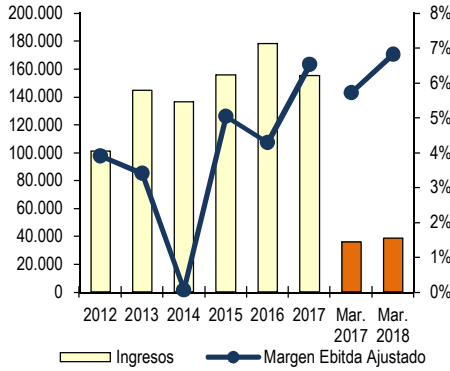
INTERMEDIA

Resultados y márgenes:

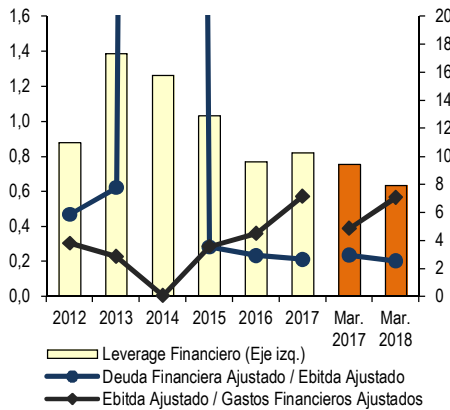
Recuperación en márgenes operacionales del segmento I&C, tras presiones en años anteriores

Ingresos y márgenes consolidados

Cifras en millones de pesos



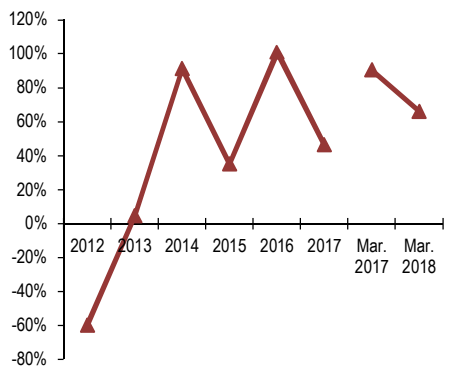
Índices de endeudamiento



(*Cifras en IFRS, en base a Estados Financieros Consolidados establecidos de acuerdo a la NIIF 11 (Acuerdos Conjuntos).

Indicador de cobertura

FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)



- La rentabilidad de la operación de la compañía se encuentra altamente relacionada con los volúmenes de operación que obtenga, a su nivel de participación y márgenes obtenidos tanto en nuevas obras adjudicadas como en proyectos propios.
- Ingevec en el área de I&C utiliza una política de reconocimiento de ingresos de acuerdo al grado de avance de las obras, mientras que en el área inmobiliaria, los ingresos se reconocen cuando se realiza la escrituración de las viviendas. Lo anterior incide en que atrasos en la ejecución de las obras o, en menor medida, en la escrituración de las viviendas, introduzcan un elemento de volatilidad en los resultados entre un periodo y otro, de naturaleza contable.
- Los ingresos consolidados de la compañía se encuentran concentrados en el segmento I&C, tras la decisión de la entidad de desarrollar los proyectos inmobiliarios mayoritariamente mediante consorcios los cuales no consolidan.

A diciembre de 2017, los ingresos consolidados de Ingevec alcanzaron los \$ 155.546 millones, registrando una disminución del 12,9% respecto de 2016. Esto, explicado mayoritariamente por una disminución en la actividad de I&C, en conjunto con la menor cantidad de proyectos inmobiliarios que consolidan, asociado a la estrategia de desarrollo con terceros de la compañía.

- No obstante, el Ebitda ajustado -incluyendo participación en asociadas y descontando los costos financieros incluidos en el costo de venta- de la compañía evidenció un aumento del 32,7% hasta alcanzar los \$ 10.150 millones. Esto se debe principalmente al alto nivel de escrituración registrado en 2017, generando un aumento en los resultados con empresas relacionadas. Adicionalmente, considera la recuperación de los márgenes operacionales del segmento de I&C.

A igual periodo, el margen Ebitda ajustado alcanzó 6,5%, en comparación al 4,3% registrado a igual periodo del año anterior.

- A marzo de 2018, los ingresos consolidados alcanzaron los \$ 38.610 millones, registrando un incremento del 7,2% respecto de marzo de 2016. Lo anterior, debido principalmente a mayores ingresos del segmento I&C, asociado a un mayor nivel de contratos adjudicados, lo que compensó los menores ingresos del segmento inmobiliario.

Asimismo, el margen Ebitda ajustado alcanzó 6,8%, cifra mayor a lo evidenciado en periodos anteriores, lo que refleja la recuperación de los márgenes operacionales del segmento I&C hacia niveles históricos. Además, considera el menor nivel de escrituración en proyectos con terceros y la pérdida registrada en el segmento hotelero, a la espera de la maduración de los proyectos en operación

Estructura de capital y coberturas:

Fortalecimiento en los indicadores financieros debido a la emisión de acciones y a una mayor generación de Ebitda ajustado

- En línea con su principal giro de negocio, Ingevec se caracterizó históricamente por mantener moderados niveles de endeudamiento.
- Con su principal actividad dedicada al desarrollo de obras financiadas de forma importante mediante anticipos y con pagos según grado de avance, sus necesidades de financiamiento han estado focalizadas al negocio inmobiliario, correspondiendo, principalmente, a líneas bancarias de corto plazo para el financiamiento de la construcción de proyectos inmobiliarios.
- Sin embargo, el plan de crecimiento realizado por la entidad incorporó una estrategia de financiamiento mediante un mix que consideró aportes de capital por \$12.200 millones en 2012, y la emisión de deuda que implicó un incremento en el nivel de endeudamiento de la compañía. Así, durante abril de 2013, Ingevec realizó una colocación privada de un bono por U.F. 1 millón.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Positivas

- Posteriormente en 2016, se realizó un prepago del bono por cerca del 20% del total en conjunto con la reestructuración de los vencimientos del saldo restante del bono hasta el 2022, permitiendo a la compañía una mayor holgura en términos de amortización para los próximos periodos.
- Por otro lado, con fecha 15 de marzo de 2018, Ingevec realizó la colocación de 190.000.000 de acciones de pago, de las cuales, a la fecha de los estados financieros, se suscribieron 124.609.894 acciones, equivalentes a \$ 9.695 millones. El resto del capital se suscribió durante el mes de abril, alcanzando una recaudación total de \$ 15.030 millones. Dichos fondos, serán utilizados para solventar el plan de inversión de la compañía para los próximos periodos.
- A fines de 2017, el *stock* de deuda financiera alcanzaba los \$ 26.595 millones, esto es, un 20,3% mayor que lo alcanzado tras el prepago del bono que mantiene la entidad. Esto, asociado al financiamiento de nuevas obras. A marzo de 2018, se observa un leve aumento de la deuda financiera hasta alcanzar los \$ 26.837 millones.
- La estructura de la compañía contempla un perfil de deuda financiera estructurado en un 65,1% en el largo plazo, la que corresponde mayoritariamente al bono emitido y en menor medida a deuda bancaria.
- Al primer trimestre de 2018, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanzó las 1,2 veces, menor a lo registrado en igual periodo de 2017 (1,9 veces), como consecuencia mayoritariamente de los fondos recaudados con la reciente emisión de acciones y, en menor medida, de la recuperación en la generación de Ebitda ajustado, que compensó el aumento en el nivel de deuda. Sin considerar dicha emisión, el indicador alcanzaba, a igual periodo, las 2,1 veces.

A su vez, la cobertura de gastos financieros ajustados alcanzó las 7,0 veces, lo que se compara positivamente con el promedio de 3,6 veces registrado por la compañía entre los años 2012 y 2017.

- Feller Rate espera que el fortalecimiento observado en los márgenes operativos, en conjunto con un plan de inversiones solventado en base a los fondos provenientes de la emisión de acciones (lo que se traduciría en una menor necesidad de endeudamiento financiero) permitan mantener los indicadores de coberturas. En particular, esperamos que el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se mantenga de forma estructural por debajo de las 2,0 veces.

Liquidez: Satisfactoria

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Satisfactoria". Esto considera, a marzo de 2018, un nivel de caja de \$ 13.847 millones, de los cuales UF 45.000 corresponden a la cuenta de reserva y \$ 9.695 millones a los fondos provenientes de la emisión de acciones recaudados a la fecha. A su vez, la generación de flujos de caja netos ajustados (FCNOA) anualizado alcanzó los \$ 8.540 millones.

A igual fecha, los vencimientos del corto plazo alcanzan a \$ 9.365 millones. De éstos, \$ 3.012 millones corresponden a amortizaciones del bono y \$ 6.133 millones a deuda financiera que está asociada mayoritariamente a capital de trabajo del área I&C.

- Cabe señalar que en los últimos años se observó un flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) positivo en contraste con los flujos deficitarios registrados entre 2011 y 2012, permitiéndole mantener una cobertura por sobre el 20% (FCNOA/ Deuda financiera), lo cual ha favorecido su posición de liquidez.
- La compañía cuenta con bajas necesidades de inversión en activo fijo, por cuanto, la gran mayoría de la maquinaria utilizada en la construcción la arrienda a terceros. En tanto, las necesidades de inversión se concentran principalmente en su unidad inmobiliaria, ya sea como capital de trabajo para el desarrollo de los proyectos inmobiliarios o bien, en la adquisición de participaciones en las distintas inmobiliarias en que participa junto a terceros.
- Ingevec ha mantenido en los últimos años una política de reparto de dividendos del orden del 40% de las utilidades líquidas, lo que se estima se mantendrá en rangos similares en el mediano plazo y no debiera generar presiones sobre su perfil financiero.

Solvencia
Perspectivas

BBB
Positivas

Clasificación de títulos accionarios: Primera Clase Nivel 3

- La clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 3" refleja la combinación entre la posición de solvencia de la compañía y factores como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de información del emisor.
- La empresa es controlada por un grupo de empresarios chilenos, sus fundadores -Enrique Besa, José Antonio Bustamante y Francisco Vial- quienes en conjunto poseen el 42,06% de la propiedad, a través de tres sociedades, y a ejecutivos de la compañía que mantienen un 11,93%, por medio de cinco sociedades.
- En cuanto a la liquidez de los títulos, la compañía exhibe indicadores de presencia de 22,2% y una rotación de 36,4%, a abril de 2018, factores que se encuentran influenciados principalmente por la reciente emisión de títulos accionarios.
- El Directorio de la compañía está conformado por siete miembros, uno de ellos en calidad de independiente y cuenta con un Comité de Directores, conforme al artículo 50 bis de la Ley N°18.046 y la circular N°1.526 de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Respecto de la disponibilidad de información, la compañía posee un área formal de relación con los inversionistas, y publica en su página Web información para sus accionistas tales como memoria anual, estados financieros trimestrales y la última acta de accionistas.

Solvencia	31 Mayo 2013	30 Mayo 2014	29 Mayo 2015	31 Mayo 2016	2 Sep. 2016	31 Mayo 2017	31 Mayo 2018
Perspectivas	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB
Líneas bonos N° 751	Estables	Negativas	Estables	Estables	Estables	Estables	Positivas
Acciones	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB
	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase
	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 3

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2011	2012	2012 ⁽¹⁾	2013 ⁽¹⁾	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽¹⁾	2016 ⁽¹⁾	2017 ⁽¹⁾	Marzo 2017	Marzo 2018
Ingresos Ordinarios	105.622	125.596	101.129	144.750	136.665	156.037	178.534	155.546	36.034	38.610
Ebitda ⁽²⁾	3.461	2.276	3.340	5.635	-1.198	4.816	6.316	6.886	1.281	2.320
Ebitda Ajustado ⁽³⁾	3.479	3.713	3.943	4.924	69	7.861	7.646	10.150	2.059	2.629
Resultado Operacional	3.108	1.832	2.911	5.174	-1.728	3.330	4.648	5.527	917	1.902
Ingresos Financieros	87	221	217	246	269	326	564	208	56	52
Gastos Financieros	-648	-495	-473	-1.217	-1.543	-1.728	-1.711	-1.429	-258	-351
Gastos Financieros Ajustados ⁽⁴⁾	-873	-1.067	-1.045	-1.746	-1.970	-2.228	-1.711	-1.429	-258	-351
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	2.489	1.848	1.848	2.376	-2.610	3.319	3.569	5.864	1.192	1.523
Flujo Caja Neto de la Operación	-3.977	-8.622	-11.812	1.237	18.925	5.572	12.912	9.252	499	-212
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) ⁽⁵⁾	-3.977	-8.622	-11.827	1.308	18.925	5.572	12.912	9.252	499	-212
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁶⁾	-3.977	-8.670	-11.858	-259	17.650	3.844	11.205	9.252	281	-281
Inversiones en Activos fijos Netas	-755	-993	-993	-1.588	-453	-1.481	-1.436	-2.188	-387	-256
Inversiones en Acciones	-3.021	-3.062	-3.342	-6.724	-1.706	727	-848	-5.210	-978	-10
Flujo de Caja Libre Operacional	-7.752	-12.725	-16.193	-8.571	15.491	3.090	8.921	1.854	-1.084	-546
Dividendos pagados	-1.318	-1.244	-1.189	-799	-979		-1.327	-1.428		-2.346
Flujo de Caja Disponible	-9.070	-13.969	-17.381	-9.369	14.512	3.090	7.593	426	-1.084	-2.892
Movimiento en Empresas Relacionadas			566	-3.406	-4.995	-2.981	-4.703	-5.261	1	-728
Otros movimientos de inversiones	2.850	-2.670	822	-73	1.557	3.615	2.533	170		
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-6.219	-16.639	-15.993	-12.847	11.074	3.724	5.423	-4.665	-1.083	-3.620
Variación de capital patrimonial		12.222	12.506	22.408						
Variación de deudas financieras	8.833	6.062	3.396	-5.612	-7.205	-2.165	-8.124	1.947	-127	6.118
Otros movimientos de financiamiento	681	-1.983	-216	-58						
Financiamiento con EERR				866	-1.978	59	418	-23	-248	1.245
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	3.295	-338	-307	4.757	1.890	1.619	-2.283	-2.742	-1.457	3.744
Caja Inicial	470	3.765	3.617	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	9.293	6.551
Caja Final	3.765	3.427	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	6.551	7.835	10.295
Caja y equivalentes	3.765	3.427	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	6.551	7.823	13.847
Cuentas por Cobrar Clientes	14.705	32.310	24.683	27.501	18.475	18.358	18.065	17.971	18.179	23.409
Inventario	15.819	26.681	25.638	27.607	13.989	11.075	3.634	1.941	3.216	2.564
Deuda Financiera	18.213	26.817	22.986	38.068	30.732	27.517	22.103	26.595	22.272	26.837
Activos clasificados para la venta	439	501	501	26	505	2.418	619		624	
Activos Totales	45.840	80.240	73.565	93.162	78.424	77.084	74.770	83.360	74.528	98.340
Pasivos Totales	32.902	54.012	47.338	65.713	54.053	50.401	46.019	50.695	44.903	55.977
Patrimonio + Interés Minoritario	12.938	26.228	26.228	27.449	24.371	26.684	28.751	32.401	29.625	42.363

(1) Cifras bajo IFRS, en base a Estados Financieros Consolidados establecidos de acuerdo a la NIIF 11 (Acuerdos Conjuntos).

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación - costos financieros incluidos en el costo de venta (desde 2012).

(4) Gastos financieros ajustados = gastos financieros + gastos financieros activados (desde 2010).

(5) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(6) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

Principales Indicadores Financieros

	2011	2012	2012 ⁽¹⁾	2013 ⁽¹⁾	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽¹⁾	2016 ⁽¹⁾	2017 ⁽¹⁾	Marzo 2017	Marzo 2018
Margen Bruto	8,0%	6,5%	8,4%	7,5%	2,7%	6,1%	6,5%	7,9%	7,3%	9,7%
Margen Operacional (%)	2,9%	1,5%	2,9%	3,6%	-1,3%	2,1%	2,6%	3,6%	2,5%	4,9%
Margen Ebitda ⁽²⁾ (%)	3,3%	1,8%	3,3%	3,9%	-0,9%	3,1%	3,5%	4,4%	3,6%	6,0%
Margen Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (%)	3,3%	3,0%	3,9%	3,4%	0,1%	5,0%	4,3%	6,5%	5,7%	6,8%
Rentabilidad Patrimonial (%)	19,2%	7,0%	7,0%	8,7%	-10,7%	12,4%	12,4%	18,1%	12,5%	14,6%
Costo/Ventas	92,0%	93,5%	91,6%	92,5%	97,3%	93,9%	93,5%	92,1%	92,7%	90,3%
Gav/Ventas	5,0%	5,0%	5,6%	3,9%	4,0%	4,0%	3,9%	4,3%	4,7%	4,8%
Días de Cobro	42,1	77,8	73,8	57,5	40,9	35,6	30,6	35,0	32,3	44,8
Días de Pago	26,1	43,6	43,7	43,5	32,3	27,7	29,5	39,8	30,0	38,5
Días de Inventario	58,6	81,8	99,7	74,2	37,9	27,2	7,8	4,9	7,3	6,4
Endeudamiento total	2,5	2,1	1,8	2,4	2,2	1,9	1,6	1,6	1,5	1,3
Endeudamiento financiero	1,4	1,0	0,9	1,4	1,3	1,0	0,8	0,8	0,8	0,6
Endeudamiento Financiero Neto	1,1	0,9	0,8	1,1	0,9	0,6	0,4	0,6	0,5	0,3
Deuda Financiera / Ebitda ⁽²⁾ (vc)	5,3	11,8	6,9	6,8	-25,6	5,7	3,5	3,9	3,9	3,4
Deuda Financiera / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc)	5,2	7,2	5,8	7,7	445,7	3,5	2,9	2,6	2,9	2,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽²⁾ (vc)	4,2	10,3	5,9	5,3	-17,3	3,3	2,0	2,9	2,5	1,6
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc)	4,2	6,3	5,0	6,1	301,3	2,0	1,7	2,0	1,9	1,2
Ebitda ⁽²⁾ / Gastos Financieros(vc)	5,3	4,6	7,1	4,6	-0,8	2,8	3,7	4,8	3,6	5,2
Ebitda Ajustado ⁽³⁾ / Gastos Financieros Ajustados ⁽⁴⁾ (vc)	4,0	3,5	3,8	2,8	0,0	3,5	4,5	7,1	4,8	7,0
FCNOA ⁽⁵⁾ / Deuda Financiera (%)	-21,8%	-32,1%	-51,5%	3,4%	61,6%	20,3%	58,4%	34,8%	58,6%	31,8%
FCNOA ⁽⁵⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	-27,5%	-36,9%	-60,1%	4,4%	91,1%	35,0%	100,8%	46,2%	90,3%	65,7%
Liquidez Corriente (vc)	1,3	1,3	1,4	1,7	1,6	2,0	1,5	1,0	1,5	1,2

(1) Cifras bajo IFRS, en base a Estados Financieros Consolidados establecidos de acuerdo a la NIIF 11 (Acuerdos Conjuntos).

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación- costos financieros incluidos en el costo de venta (desde 2012).

(4) Gastos financieros ajustados = gastos financieros + gastos financieros activados (desde 2010).

(5) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

Características de los Instrumentos

ACCIONES⁽¹⁾

Presencia Ajustada	22,2%
Free Float	34,07%
Rotación	36,4%
Política de dividendos efectiva	40% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales	<5,0%
Directores Independientes	1 de 7

(1) Abril de 2018.

LÍNEA DE BONOS

Número de Inscripción	751
Fecha de inscripción	12-04-2013
Monto	U.F. 1 millón
Plazo de la línea	10 años
Serías inscritas al amparo de la línea	A
Conversión	No contempla
Covenant financieros	Pasivos Totales/ Total Patrimonio + Interés minoritario < 2; Patrimonio mínimo > UF 800 mil; Mantener un Endeudamiento Financiero Neto Atribuible a Filiales Cuyos Estados Financieros se Consolidan con los del Emisor que, sumado al Endeudamiento Financiero del Emisor Atribuible a Proyectos Inmobiliarios, no sea superior a un 20% del Endeudamiento Financiero Neto
Rescate anticipado	Según se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Resguardos	Suficientes

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

Serie A

Al amparo de Línea de Bonos	751
Monto de la Emisión	U.F. 1 millón
Plazo de amortización	12 cupones semestrales a partir del 10 de abril de 2017
Fecha de Vencimiento	10-10-2022
Intereses	6,3% anual, compuesta semestralmente
Rescate Anticipado	A partir del 10 de abril de 2017

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- 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.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de "grado inversión", al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de "no grado inversión" o "grado especulativo".

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.

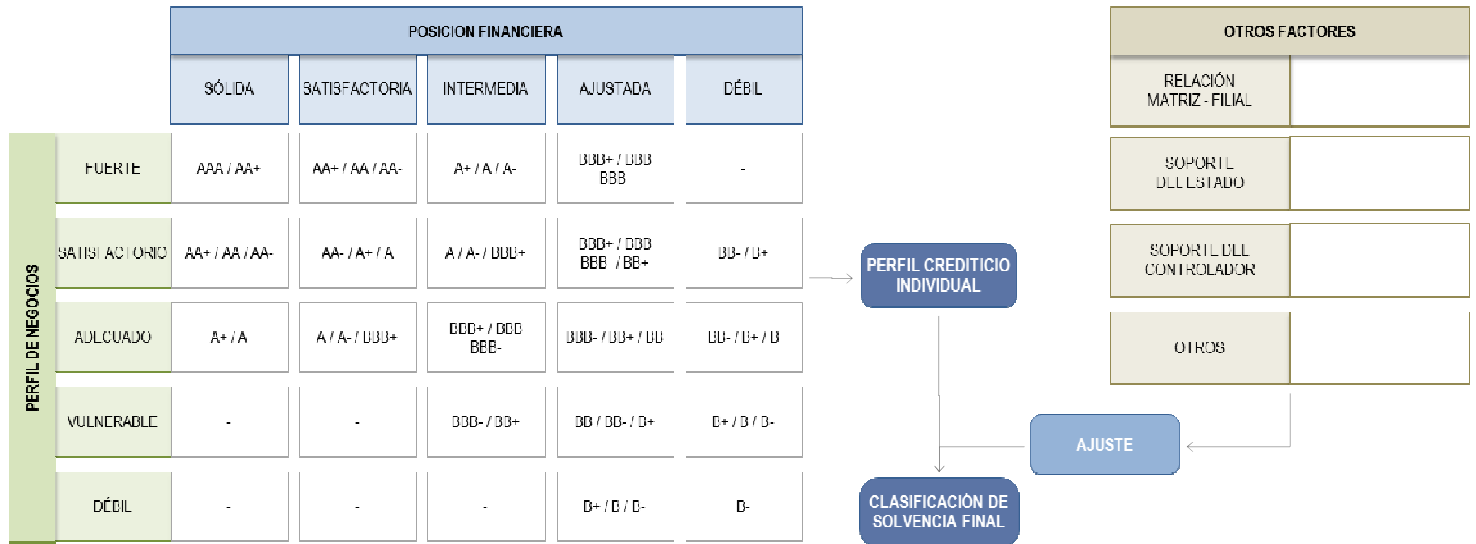
CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada

Descriptorios de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.