



ACCIÓN DE RATING

8 de mayo, 2019

Reseña Anual de Clasificación

RATINGS

Ingevec S.A.

Solvencia y bonos	BBB+
Títulos accionarios	Nivel 3
Tendencia	Estable
Estados financieros	4Q-2018

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

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

CONTACTOS

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

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

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

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

Ingevec S.A.

Informe de Clasificación de Riesgo Anual

ICR ratifica en categoría BBB+/Estable la clasificación de solvencia y bonos de **Ingevec S.A.**, considerando como principales fundamentos la situación financiera de la compañía, el grado de diversificación y la escala de sus operaciones, los procedimientos de administración de riesgos, la estructura de sus contratos, la gestión de terrenos y la integración de sus actividades.

Si bien la compañía continúa fortaleciendo el negocio de desarrollo inmobiliario, los ingresos siguen en gran parte concentrados en el área de ingeniería y construcción, donde la empresa posee un alto grado de especialización. Adicionalmente, el segmento de inversiones y rentas mediante el cual participa en proyectos hoteleros aún representa una baja participación en ventas, ya que es relativamente nuevo dentro de las inversiones de Ingevec.

Gracias a su trayectoria y escala de operaciones, Ingevec logra un buen grado de reconocimiento de marca, lo que a la vez sostiene su participación de mercado. Por otra parte, la participación en proyectos de menor riesgo mitiga parcialmente los riesgos asociados a mantener contratos con estructura de precio fijo, que en algunos períodos anteriores significó reconocer importantes sobrecostos.

En nuestra opinión, la empresa mantiene su fortaleza financiera en un nivel superior, con importantes mejoras en los indicadores de endeudamiento durante los últimos años, lo que de hecho implicó una mejora en el rating asignado por ICR ([agosto de 2018](#)).

Adicionalmente, aumentamos la clasificación de títulos accionarios nemotécnico INGEVEC desde Primera Clase Nivel 4 hasta Primera Clase Nivel 3, sustentado principalmente en el mayor *floating* de los papeles como resultado de la última inyección de capital en 2018. Complementa lo anterior la clasificación de solvencia de la compañía (BBB+), y la constante presencia bursátil de los títulos a través de Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa como *market maker*.

La ratificación de la clasificación y tendencia asignada a la solvencia y bonos de Ingevec está sujeta a las expectativas de esta clasificadora, en lo que respecta a niveles de deuda en línea con la capacidad de generación de flujos, y un plan inversiones relativamente conservador. Sin embargo, de producirse incrementos significativos en el grado de apalancamiento producto de importantes desembolsos destinados a un plan de inversión agresivo, o si los flujos generados presentaran una alta volatilidad, la clasificación podría disminuir.

Para el caso de Ingevec, la evaluación del riesgo del negocio, esto es, experiencia, escala de sus operaciones, administración de riesgos, control y complejidad de sus proyectos, naturaleza de los contratos y diversificación, indican que la clasificación del negocio se inclina hacia categoría BBB. Por otra parte, la empresa ha logrado posicionar su fortaleza financiera en un nivel superior, lo que aumenta el rating asignado en un *notch*, quedando clasificada en BBB+.

Perfil de la Empresa

Ingevec S.A. es una compañía que presta servicios de construcción a terceros, tanto del sector privado como público, a lo largo del territorio nacional, abarcando desde casas particulares hasta proyectos de gran envergadura como edificios habitacionales, edificios de oficinas, supermercados, obras civiles, entre otros.

La empresa cuenta con tres segmentos de negocio, correspondientes a Ingeniería y Construcción (I&C), Inmobiliario Habitacional e Inversiones y Rentas. A través de sus distintas filiales, la empresa logra complementar dichas líneas de servicio.

En abril de 2018, Ingevec concluyó el proceso de aumento de capital, en el que se logró recaudar un monto cercano a los \$15.000 millones. El objetivo de los fondos consideraba potenciar el desarrollo de proyectos inmobiliarios y de renta hotelera. Esta operación consideró la emisión de 190 millones de acciones de pago, que representaron cerca del 17,59% del total de títulos post capitalización.

Adicionalmente, en octubre de 2018, la compañía realizó la colocación del bono serie B, por un monto total de UF 1.300.000, a una tasa carátula de 3,3%. Los fondos consideraban el rescate anticipado del bono serie A (50%), inversiones en proyectos inmobiliarios (35%) y refinanciamiento de pasivos bancarios corrientes (15%).

El grupo controlador concentra el 54,2% del capital de la compañía. En específico, los socios fundadores Enrique Besa Jocelyn-Holt, José Antonio Bustamante Bezanilla y Francisco Vial Bezanilla mantienen una participación individual de 14,02% sobre la propiedad de la empresa.

Ingevec es administrada por un directorio compuesto por siete miembros, quienes permanecen en el cargo durante tres años. La última elección se realizó en Junta Ordinaria de Accionistas del 17 de abril de 2019.

Industria de desarrollo inmobiliario y construcción en Chile

Venta de departamentos en el Gran Santiago alcanza niveles cercanos al peak observado en 2015 por efecto IVA

La reforma tributaria, condujo a un aumento significativo en la venta de viviendas en 2015. En particular, durante ese año se vendió un total de MUF 106.478 en departamentos y MUF 38.278 en casas, de acuerdo a cifras publicadas por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC). Dichos niveles de comercialización de vivienda significaron un incremento de 45,2% (departamentos) y 7,3% (casas) en comparación a 2014.

Si bien las ventas se redujeron abruptamente en 2016, éstas volvieron a tomar una tendencia creciente durante los siguientes dos años. Específicamente, la venta de departamentos creció 8,8% entre 2017 y 2018, llegando a MUF 92.467. La venta de casas, en tanto, aumentó 12,2% durante el mismo período, totalizando un monto de MUF 28.301.

Un factor que puede explicar el incremento en ventas es la disminución en las tasas de colocación de créditos hipotecarios, lo que incentiva la decisión de compra por parte de la demanda. A su vez, las mejores condiciones de financiamiento para la industria en general también tienen un efecto positivo por el lado de la oferta, ya que potencia el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Asesorías e Inversiones Isasa Limitada	14,02%
Inversiones Los Cipreses Limitada	14,02%
Inversiones y Asesorías Marara Limitada	14,02%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (cuenta nueva)	13,85%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	8,67%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	5,27%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	3,32%
BCI Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,14%
Asesorías e Inversiones Desarrollos del Maipo Limitada	2,88%
Inversiones Megeve Dos Limitada	2,65%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	2,64%
Inversiones y Asesorías Génesis Limitada	2,63%

Fuente: CMF

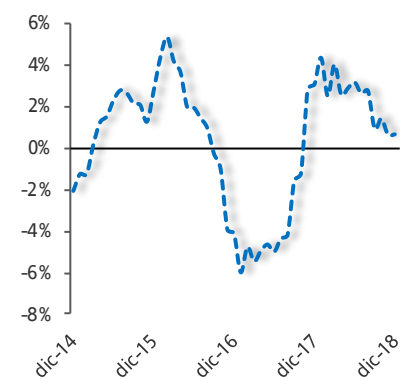
DIRECTORIO

Enrique Besa J-H.	Presidente
Gustavo Alcalde L.	Director
Francisco Vial B.	Director
José Antonio Bustamante B.	Director
Ricardo Balocchi H.	Director
Darío Amenábar Z.	Director
Juan Antonio Yáñez C.	Director

Fuente: CMF

La variación del IMACON se mantuvo en niveles positivos durante todos los meses de 2018

Variación anual IMACON (%)

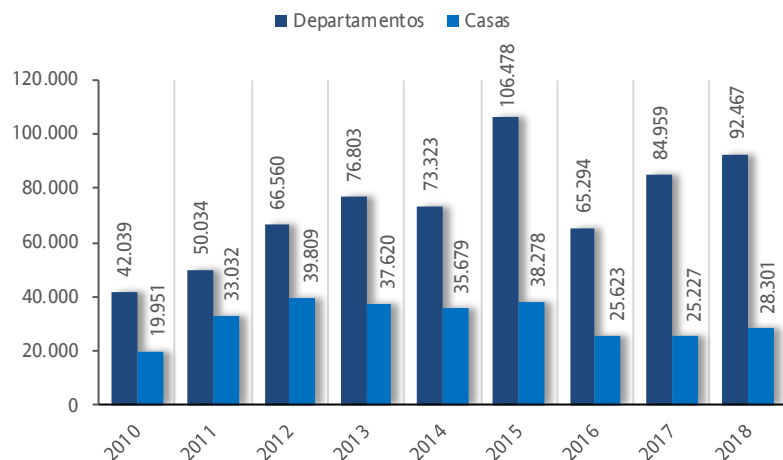


Fuente: CChC

Adicionalmente, un entorno económico que presenta mejores expectativas también puede justificar el incremento en la comercialización de viviendas. Según la información publicada por la CChC, el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) alcanzó una variación anual de 0,72% a diciembre de 2018, completando doce meses de crecimiento.

La venta de departamentos en el Gran Santiago más que triplicó la de casas en 2018

Evolución de ventas de departamentos y casas en el Gran Santiago (MM\$)



Fuente: CChC

La mayor actividad podría traducirse en mejores perspectivas de crecimiento para los próximos años, aunque se debe tener en cuenta que el sector de desarrollo inmobiliario y construcción de proyectos es altamente susceptible a shocks que afecten las condiciones económicas del país, sumado al cambio en los planos reguladores.

En línea con la mejora en las expectativas, los meses para agotar stock de viviendas en el Gran Santiago pasaron desde 20,5 al último trimestre de 2017 hasta 18,5 al último trimestre de 2018. La velocidad de ventas (ventas/stock disponible), por su parte, sigue la tendencia opuesta, aumentando desde 14,63% al 4Q-2017 hasta 16,24% al 4Q-2018.

Al cierre de 2018, el stock de viviendas para la venta llegó a 51.965 unidades disponibles, de las cuales 44.890 correspondían a departamentos, mientras que las 7.075 restantes eran casas.

PIB de la construcción consigue una recuperación importante durante 2018

En base a cifras publicadas por el Banco Central de Chile, el PIB de la construcción alcanzó una variación anual de 3,1% al último trimestre de 2018. Dicha variación continuó con la tendencia observada durante ese año, con incrementos entre 3,0% y 3,5% en todos los trimestres.

La situación anterior representa una significativa recuperación de la actividad del sector respecto a 2017, año en el que se evidenció una importante contracción. Al tercer trimestre de 2017, el PIB de la construcción se redujo 6,6% respecto al mismo trimestre de 2016. Posterior a ese período, se produjo un avance considerable, principalmente a finales de 2017 e inicios de 2018.

La recuperación de la actividad podría justificarse por la mejora en las expectativas del escenario económico, teniendo en consideración que el sector está fuertemente correlacionado a las condiciones de la economía. Con esto, la industria de construcción realizó una importante contribución al crecimiento del producto interno bruto agregado.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL SECTOR DE CONSTRUCCIÓN Y DESARROLLO INMOBILIARIO EN CHILE

Rentabilidad y flujos de caja altamente dependientes del ciclo económico.

Inmobiliario:

- ❖ Condicionado principalmente a variables tales como nivel de empleo, tasa de interés y expectativas.
- ❖ Las limitaciones de financiamiento en un contexto recesivo afectan tanto a la oferta de viviendas como a la demanda.
- ❖ La decisión de compra puede ser postergada.

Construcción:

- ❖ Correlacionada a variables como empleo, precios de *commodities*, expectativas y gasto de gobierno.
- ❖ Crecimiento del mercado objetivo determina las decisiones de inversión.
- ❖ Sensible a condiciones de financiamiento.

Ambiente altamente competitivo, dada las bajas barreras de entrada

Inmobiliario:

- ❖ La gestión de terrenos resulta clave en la operación del negocio, ya que permite ajustarse a cambios en condiciones de la demanda y mantener posicionamiento de mercado.

Construcción:

- ❖ Muchos contratos se adjudican mediante licitaciones públicas.
- ❖ Competencia intensiva en precios.

Marco regulatorio es relevante en el avance de los proyectos

Inmobiliario:

- ❖ Está enfocado principalmente en permisos municipales y evaluación de impacto ambiental.

Construcción:

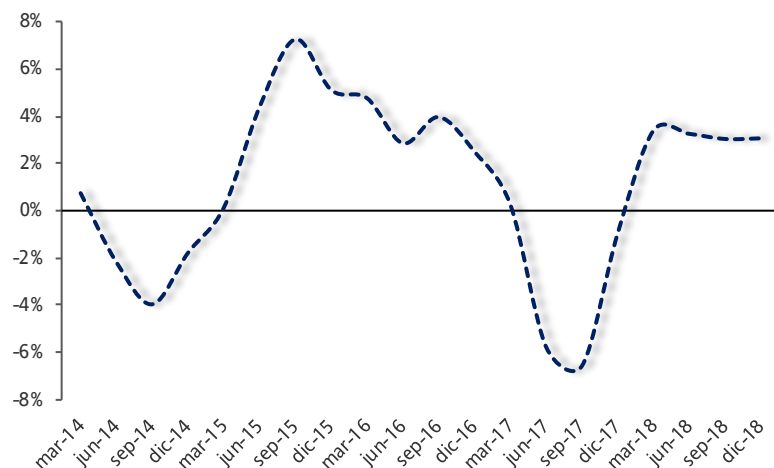
- ❖ Tiene como tópicos principales la seguridad laboral, impacto ambiental y estatutos relacionados con la construcción.

Menor estabilidad respecto a otros sectores de la economía

- ❖ Tanto el sector inmobiliario como el de construcción presentan un alto grado de exposición a factores del ciclo económico.

Entre 3,0 % y 3,5% se expandió el PIB de la construcción durante los cuatro trimestres de 2018

Variación anual PIB del sector construcción (%)



Fuente: Banco Central

Clasificación de riesgo del negocio: BBB

Si bien el negocio inmobiliario de la compañía continúa fortaleciéndose, los flujos continúan concentrándose en el segmento de construcción

ICR considera que el proceso de diversificación hacia nuevos segmentos (principalmente con foco en el desarrollo inmobiliario) podría ser positivo para mitigar parcialmente los riesgos asociados a la dependencia exclusiva a las ventas del área de ingeniería y construcción, cuya exposición al ciclo económico es bastante alta. Sin embargo, la facturación de la empresa sigue concentrada en ese negocio.

Al cierre de 2018, un 87,2% de los ingresos provino del área ingeniería y construcción, mientras que un 12,2% lo hizo desde el segmento inmobiliario (información proporcional de proyectos con socios). La participación del negocio de inversiones y renta, en tanto, alcanzó un 0,6%.

Adicionalmente, la compañía diversifica sus operaciones en varias regiones del país, con principal foco en la Región Metropolitana. A diciembre de 2018, dicha región concentraba un 77,8% de los contratos por ejecutar del área ingeniería y construcción, y un 73,8% del *backlog* de promesas reportado por el negocio inmobiliario.

Asimismo, Ingevec mantiene una amplia cartera de clientes y de contratos bastante atomizada, lo que resulta relevante para evaluar el grado de efectividad de la diversificación. En efecto, la compañía consigue mitigar el riesgo asociado a las condiciones de un cliente en particular. Complementa a lo anterior, el porcentaje importante de contratos con clientes del sector público, cuya demanda por obras de infraestructura puede resultar menos sensible en períodos recesivos.

Cuenta con una escala de operaciones relevante en la industria local, y con un sólido reconocimiento de marca gracias a su trayectoria en el sector

Con 35 años de experiencia, la compañía ha especializado sus actividades del segmento ingeniería y construcción hacia el área habitacional. Del total de ventas del segmento registradas a diciembre de 2018, un 84,5% se generó desde proyectos habitacionales, mientras que el 15,5% restante desde proyectos de infraestructura.

SEGMENTOS DE NEGOCIO INGEVEC

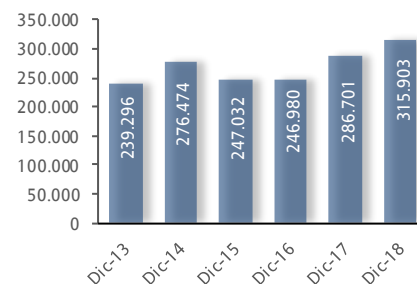
Ingeniería y construcción (I&C): Ofrece servicios de ingeniería y construcción tanto al sector público como al privado, realizando construcciones para el segmento habitacional y no habitacional. Asimismo, la compañía participa como contratista para terceros y empresas relacionadas.

Inmobiliario habitacional: Desarrolla y gestiona proyectos inmobiliarios en forma directa y/o en asociación con otras empresas del sector. Las actividades se desarrollan mediante tres vías: (i) inversión en proyectos; (ii) desarrollo integrado y; (iii) gestión empresarial.

Inversiones y rentas: El objetivo de esta área de negocio es el funcionamiento de la compañía como vehículo de inversión para el desarrollo de proyectos. En la actualidad, el foco del segmento está en la relación con Accor (Ibis, Ibis Budget e Ibis Styles), destinada al desarrollo de hoteles en Chile y Perú.

Backlog de promesas del área I&C aumentó 10,1% durante 2018

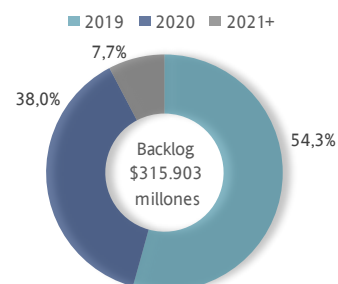
Evolución del *backlog* de promesas del segmento ingeniería y construcción (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Más de la mitad del *backlog* de promesas del área I&C se concentra en 2019

Composición del *backlog* de promesas del segmento ingeniería y construcción por año (%)



Fuente: Estados financieros

De acuerdo a cifras de la Cámara Chilena de la Construcción, análisis internos de la compañía y otras fuentes, Ingevec alcanzó una participación de mercado de 0,59% en el sector de infraestructura a diciembre de 2018, y de 2,75% en el sector de obras habitacionales.

Por otra parte, en base a estimaciones realizadas por la empresa, el *market share* de Ingevec en el mercado inmobiliario a nivel nacional fue de 0,3%, mientras que en el Gran Santiago llegó a 0,4%. Si bien estas cifras representan una disminución respecto a 2017, se mantienen en línea con el promedio de los últimos siete años.

Esta clasificadora considera que el crecimiento en el *backlog* podría sostener el posicionamiento de mercado que alcanza la compañía en sus diferentes áreas de negocio, al asegurar una buena base de actividad para la operación de los próximos períodos. Al cierre de 2018, el *backlog* del segmento de ingeniería y construcción llegaron a \$315.903 millones, lo que representó un crecimiento de 10,1% respecto a 2017. En el segmento inmobiliario, el *backlog* de promesas proporcionales por escriturar tuvo un crecimiento de 204% durante el mismo período, alcanzando las UF 1.347.446.

Con la estructura de contratos en sus diferentes áreas de negocio, los márgenes de la empresa se encuentran expuestos a sufrir presiones por eventuales aumentos en costos de mano de obra e insumos

Ingevec opera bajo contratos de suma alzada, en los que se especifica un precio fijo por los servicios prestados. Esto se transforma en un factor de riesgo importante para la compañía en contextos de escasez de mano de obra y/o variación en el precio insumos. De hecho, entre 2012 y 2014, la situación financiera de la compañía presentó un deterioro significativo como consecuencia de los sobrecostos en el área de ingeniería y construcción.

Por lo tanto, es importante para la operación la forma en que se estructura la administración de riesgos y el control de sus proyectos. En este sentido, la empresa cuenta con un comité encargado de definir los procedimientos internos orientados a reducir el impacto de riesgos asociados a la cartera de clientes, la formación de consorcios y la contratación de seguros. Complementa a lo anterior, los esfuerzos por potenciar una constante mejora en los procesos de análisis de proyectos y decisión de inversiones.

A su vez, la empresa enfoca sus actividades en proyectos que presentan bajo riesgo, con poca exposición a proyectos de gran complejidad. En caso de realizar dichos proyectos, se ejecutan mediante la conformación de consorcios con otras compañías del rubro.

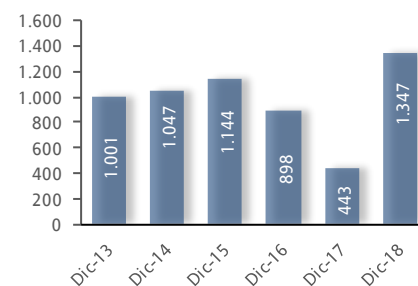
La gestión de terrenos y el modelo de integración vertical con el que opera la compañía, son factores fundamentales para sostener crecimiento del segmento inmobiliario

Actualmente, la estrategia de inversión en terrenos de la empresa contempla solamente la adquisición de tierras para el desarrollo inmediato de proyectos inmobiliarios. En efecto, parte importante de los desembolsos realizados por el área inmobiliaria durante 2018 estuvieron destinados a la adquisición de tierras. Asimismo, Ingevec contaba con seis promesas de compraventa de terrenos en las comunas de Ñuñoa, Santiago, La Florida y Macul.

Adicionalmente, la compañía integra las diferentes etapas del área inmobiliaria, entre las que se encuentra el diseño arquitectónico, la compra de terrenos, la obtención de permisos, la construcción y la venta y/o arriendo de los inmuebles. ICR opina que este modelo de negocio posibilita la generación de sinergias operativas, y mitiga parcialmente riesgos asociados a la construcción de proyectos.

Mayor nivel de lanzamientos explica el crecimiento relevante del *backlog* durante 2018 en el segmento inmobiliario

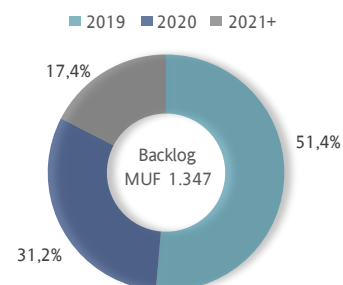
Evolución de promesas por escriturar del segmento inmobiliario habitacional (MUF)



Fuente: Estados financieros

La mayor parte del *backlog* inmobiliario de la compañía se concentra en 2019

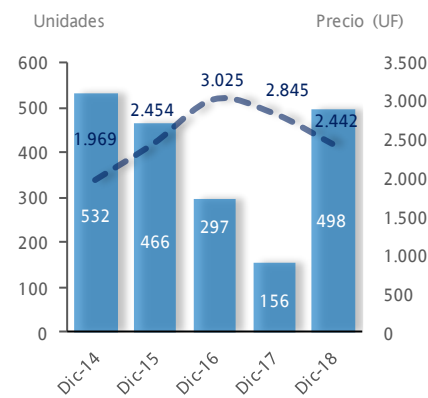
Composición del *backlog* de promesas del segmento inmobiliario habitacional por año (%)



Fuente: Estados financieros

El mayor *backlog* a diciembre de 2018 se compone de más unidades promesadas, pero con menor valor promedio en comparación a 2017

Evolución de unidades promesadas por escriturar y precio promedio (MUF)



Fuente: Estados financieros

Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

Crecimiento en la generación de EBITDA del período provino principalmente de mejoras en los márgenes del segmento de ingeniería y construcción

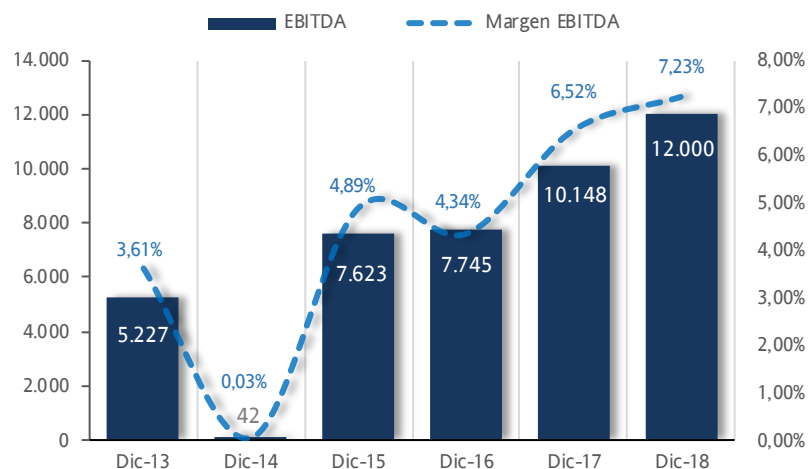
Los ingresos reportados por la compañía en sus estados financieros consolidados alcanzaron los \$165.949 millones a diciembre de 2018, lo que representa un crecimiento de 6,7% respecto a 2017. Sin embargo, si se considera la información proporcional del área inmobiliaria habitacional, el ingreso llegó a los \$185.197 millones (+0,7%).

La mayor facturación por contratos de construcción (+7%) fue el principal efecto en la variación de ingresos del ejercicio, logrando compensar la disminución de ingresos del área inmobiliaria (-29,4% considerando información proporcional) dado los menores volúmenes de escrituración durante 2018. Los ingresos del segmento de inversiones y rentas prácticamente permanecieron estables (-0,6%), pero representan una baja proporción de los ingresos totales de la compañía (0,6%).

Si bien la facturación del área inmobiliaria habitacional fue menor, el mejor mix de proyectos escriturados explica un crecimiento importante en términos de margen bruto (como porcentaje de los ingresos), el que varió desde 15% a 2017 hasta 24,5% a 2018. Un factor importante en dicha variación es la menor participación relativa de proyectos del norte del país en la cartera total, que presentaban un menor margen respecto al promedio. Por otra parte, el área de ingeniería y construcción continúa con la recuperación en márgenes, gracias a la mejora en contratos adjudicados.

EBITDA de la compañía se mantiene en una tendencia creciente, gracias a la recuperación del segmento ingeniería y construcción y a la expansión del negocio inmobiliario

Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) de Ingevec



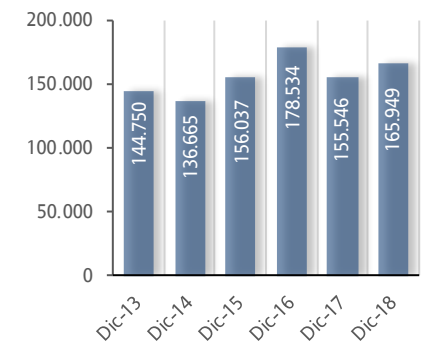
Fuente: Estados financieros

Dada la evolución positiva en el margen bruto de los principales segmentos, la compañía reportó un EBITDA ajustado¹ de \$12.000 millones al cierre de 2018, lo que representó un crecimiento de 18,2% respecto a diciembre de 2017. El EBITDA proporcional², en tanto, alcanzó los \$13.473 millones, aumentando 12,4% respecto al período anterior. El margen EBITDA, por su parte, pasó desde 6,5% al cierre de 2017 hasta 7,2% a diciembre de 2018.

Al cierre de 2018, la compañía reportó una utilidad de \$7.113 millones, lo que representó un crecimiento de 21,3% respecto a 2017. El prepago del bono serie A implicó reconocer mayores costos financieros en resultados por \$519 millones, por lo que, sin considerar este efecto no recurrente, el resultado del ejercicio se habría incrementado en 30,2%.

Ingresos consolidados aumentaron 6,7% respecto a 2017

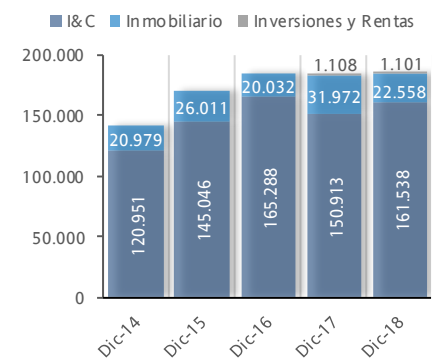
Evolución ingresos (MM\$), considerando información consolidada en estados financieros



Fuente: Estados financieros

Variación anual en ventas se explica principalmente por la mayor facturación del área de ingeniería y construcción

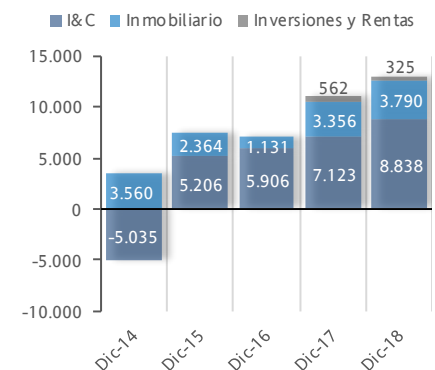
Evolución ingresos por segmento (MM\$), considerando información de participación proporcional para el segmento inmobiliario



Fuente: Estados financieros

EBITDA ajustado mejoró tanto en servicios inmobiliarios como de construcción

Evolución de EBITDA por segmento (MM\$), considerando información de participación proporcional para el segmento inmobiliario



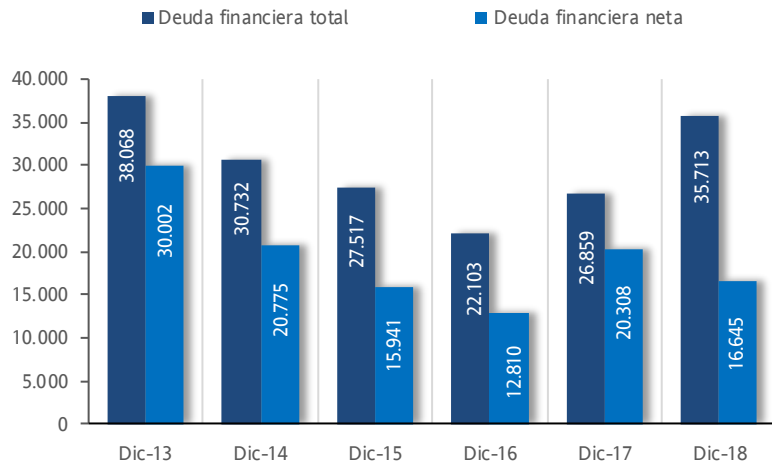
Fuente: Estados financieros

Fondos procedentes de la colocación del bono serie B, que se destinaron a inversión, no deterioraron los indicadores de endeudamiento de la compañía

Ingevec registró una deuda financiera³ de \$35.713 millones a diciembre de 2018, lo que representó un aumento de 33% respecto a 2017. El incremento está asociado a los mayores flujos de financiamiento del período dado los requerimientos de capital de trabajo.

Nivel de deuda se incrementó durante 2018, dado el financiamiento requerido para el área de desarrollo inmobiliario

Evolución de deuda financiera (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Un hecho relevante en la evolución de la deuda durante el período de comparación fue la colocación del bono serie B por un monto de UF 1.300.000. Cabe mencionar que un 35% de los fondos estaban destinados al financiamiento del plan de crecimiento del segmento inmobiliario, consideramos que el aumento en el nivel de deuda no tuvo un impacto negativo en los indicadores de endeudamiento y cobertura de la compañía.

Si bien los pasivos se incrementaron, el patrimonio de la compañía subió en mayor proporción a causa del aumento de capital materializado en 2018. Con esto, los indicadores de endeudamiento mejoraron levemente respecto a 2017.

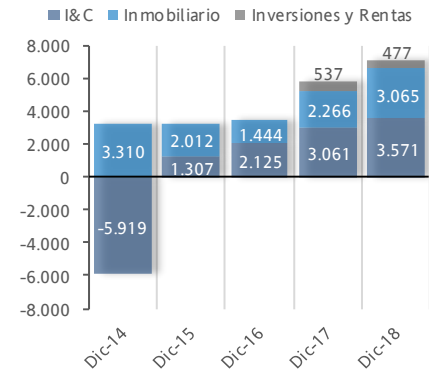
Por otra parte, la mayor generación de EBITDA y el flujo de efectivo asociado a la inyección de capital explican la mejora del indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA desde 2,0 veces a diciembre de 2017 hasta 1,39 veces a diciembre de 2018.

En términos de cobertura de gastos financieros netos ajustados, se observa que el indicador prácticamente no varió entre períodos, influido por el mayor gasto financiero reconocido por el refinanciamiento del bono serie A, que contrarrestó el incremento en el EBITDA.

Bajo los supuestos de un escenario sin variación relevante en la generación de flujos, ni en desembolsos en inversiones, ICR estima que la compañía alcanzaría a cubrir con suficiente holgura sus obligaciones de los próximos doce meses (RCSD⁴).

El mejor desempeño durante 2018 implicó un crecimiento en términos de utilidad para los principales segmentos de la compañía

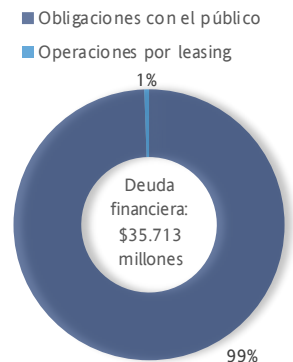
Evolución de resultado del ejercicio por segmento (MM\$)



Fuente: Estados financieros

La deuda financiera está compuesta casi en su totalidad por la serie B de bonos

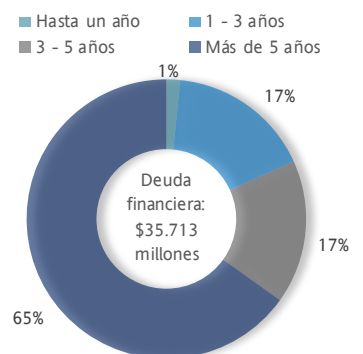
Apertura de deuda financiera por fuente (%)



Fuente: Estados financieros

La colocación del bono serie B permitió mejorar la estructura de la deuda financiera, con vencimientos principalmente concentrados en un plazo superior a los cinco años

Apertura de deuda financiera por plazo de vencimiento (%)



Fuente: Estados financieros

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Endeudamiento total ⁵	2,40	2,22	1,89	1,60	1,57	1,42
Endeudamiento financiero ⁶	1,39	1,26	1,03	0,77	0,83	0,73
Endeudamiento financiero neto ⁷	1,09	0,85	0,60	0,45	0,63	0,34
Deuda financiera neta / EBITDA ⁸	5,74	494,81	2,09	1,65	2,00	1,39
Cobertura gastos financieros netos ajustados ⁹	2,60	0,02	3,99	4,78	6,85	6,90
Razón circulante ¹⁰	1,71	1,63	1,97	1,53	1,02	1,64
Razón ácida ¹¹	1,03	1,17	1,53	1,39	0,96	1,56

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Metodología de clasificación

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

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

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

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

Instrumentos clasificados

Títulos accionarios

Los títulos accionarios de la compañía (nemotécnico INGEVEC) se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago desde el día 22 de marzo de 2012, fecha en la cual se efectuó la colocación de 260 millones de acciones con un precio de apertura de \$48,1 por papel.

La mejora en la clasificación desde Primera Clase Nivel 3 hasta Primera Clase Nivel 4 para los títulos accionarios se justifica principalmente por el incremento del *floating* luego de la última inyección de capital realizada (año 2018), el cual se ubica en torno al 45%. Influye igualmente la presencia bursátil de los papeles dada su relación contractual con Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa en calidad de *market maker* (con fecha de inicio el 30 de marzo de 2015) y el rating de solvencia de la compañía (categoría BBB+).

Bonos

La compañía mantiene deuda vigente a través de la línea de bonos N° 914 (serie B), mientras que la línea N° 751 no presenta colocaciones a la fecha ni series vigentes. En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 751	Línea 914
Fecha inscripción	12-abr-2013	03-oct-2018
Plazo (años)	10	10
Monto inscrito	UF 1.000.000	UF 1.300.000
Monto colocado vigente	-	UF 1.300.000
Series vigentes	-	B

Fuente: Elaboración propia con información CMF

Principales características series de bonos vigentes

	Serie B
Número de inscripción	914
Fecha inscripción	12-oct-2018
Plazo (años)	6,83
Monto inscrito	UF 1.300.000
Monto colocado	UF 1.300.000
Deuda vigente	UF 1.300.000
Tasa emisión (%)	3,3%
Garantía	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Constitución de Inmobiliaria Ingevec S.A. en fiadora y codeudora solidaria. ❖ Cuenta de reserva para pago de cupones.
Vencimiento	10-sep-2025

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Respecto a los resguardos financieros asociados, se muestran los valores obtenidos por Ingevec, para evaluar la holgura:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dic-18
Endeudamiento financiero neto (número de veces)	<= 1,5 veces	0,31	0,19	0,22	0,34
Patrimonio neto total (UF)	=> UF 1.300.000	UF 1.570.927	UF 1.825.045	UF 1.873.548	UF 1.772.154

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Evolución de ratings**Evolución clasificaciones solvencia y títulos accionarios**

Fecha	Clasificación solvencia	Bonos	Títulos accionarios	Tendencia	Motivo
30-abr-2014	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-abr-2015	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
29-abr-2016	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
23-sep-2016	BBB	BBB		Estable	Comunicado CCR
28-abr-2017	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-abr-2018	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
21-ago-2018	BBB+	BBB+		Estable	Cambio de clasificación
23-ago-2018	BBB+	BBB+		Estable	Nuevo instrumento
30-abr-2019	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

Categoría BBB

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

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la Categoría BBB.

Primera Clase Nivel 3

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y la volatilidad de sus retornos.

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

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos corrientes	69.771	48.786	49.221	40.188	33.839	56.390
Activos no corrientes	23.462	29.638	27.863	34.581	49.521	62.033
Efectivo y equivalentes	8.067	9.957	11.576	9.293	6.551	19.068
Inventarios	27.607	13.989	11.075	3.634	1.941	2.687
Pasivos corrientes	40.841	29.865	24.958	26.318	33.335	34.423
Pasivos no corrientes	24.943	24.188	25.443	19.701	17.624	35.149
Deuda financiera corriente	13.839	6.544	2.292	2.403	9.235	564
Deuda financiera no corriente	24.230	24.188	25.225	19.701	17.624	35.149
Deuda financiera bruta	38.068	30.732	27.517	22.103	26.859	35.713
Deuda financiera neta	30.002	20.775	15.941	12.810	20.308	16.645
Patrimonio	27.449	24.371	26.684	28.751	32.401	48.851
Ingresos de explotación	144.750	136.665	156.037	178.534	155.546	165.949
Costos de explotación	133.957	132.929	146.488	166.936	143.280	150.394
Margen de explotación	10.793	3.736	9.549	11.598	12.266	15.555
Margen bruto (%)	7,46%	2,73%	6,12%	6,50%	7,89%	9,37%
Resultado operacional	3.614	-1.729	5.631	5.602	8.528	10.180
Margen operacional	2,50%	-1,27%	3,61%	3,14%	5,48%	6,13%
Ingresos financieros	246	269	325	564	208	384
Gastos financieros en resultados	1.216	1.543	1.728	1.711	1.429	2.051
Gastos financieros en el costo de venta	1.037	1.241	506	474	261	71
Gastos financieros netos ajustados	2.007	2.516	1.909	1.621	1.482	1.738
Resultado del ejercicio	2.375	-2.609	3.318	3.569	5.864	7.113
Endeudamiento total (Nº de veces)	2,40	2,22	1,89	1,60	1,57	1,42
Endeudamiento financiero (Nº de veces)	1,39	1,26	1,03	0,77	0,83	0,73
EBITDA ajustado	5.226	41	7.622	7.745	10.148	12.000
Margen EBITDA	3,61%	0,03%	4,89%	4,34%	6,52%	7,23%
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de veces)	7,28	731,96	3,61	2,85	2,65	2,98
ROA (%)	2,85%	-3,04%	4,27%	4,70%	7,4%	7,1%
ROE (%)	8,85%	-10,07%	13,00%	12,88%	19,2%	17,5%

¹ EBITDA ajustado = EBITDA + Gasto financiero contenido en costo de venta. El EBITDA considera la cuenta de participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

² EBITDA proporcional = Resulta del cálculo considerando la información proporcional del segmento inmobiliario.

³ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Cabe mencionar que este cálculo no considera la deuda de los proyectos que Ingevec no consolida, por lo que podrían existir diferencias respecto al monto real.

⁴ Servicio de la deuda (RCS D) = (Caja inicial + EBITDA – Capex – impuestos, proyectados) / servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

⁵ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁶ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / patrimonio total.

⁷ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

⁸ Deuda financiera neta sobre EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / EBITDA. Es relevante mencionar que, para este indicador, la deuda utilizada no considera la deuda de los proyectos que Ingevec no consolida, mientras que el EBITDA sí está ajustado por la participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas. Por lo tanto, el valor estimado podría diferir respecto a la cifra real.

⁹ Cobertura de gastos financieros netos ajustada = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros + gastos financieros en costo de venta + gastos financieros activados – ingresos financieros).

¹⁰ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹¹ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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.