



ACCIÓN DE RATING

15 de mayo, 2020

[Reseña anual de clasificación](#)

RATINGS

Ingevec S.A.

Solvencia y bonos	BBB+
Títulos accionarios	Nivel 3
Tendencia	En Observación
Estados financieros	4Q-2019

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+/En Observación la clasificación de solvencia y bonos de Ingevec S.A., considerando como principales fundamentos su fortaleza financiera respecto a sus comparables, el grado de diversificación, la escala de sus operaciones, la participación de mercado y el reconocimiento de marca, los procedimientos de administración de riesgos, la estructura de sus contratos, la gestión de terrenos y la integración vertical de sus actividades.

Pese a los incrementos en el stock de deuda financiera de la compañía, luego de la colocación de bonos realizada en 2019 para el financiamiento del plan de inversiones (proyectos inmobiliarios, renta residencial y hotelera), consideramos que la evolución de los indicadores crediticios de la compañía aún permite categorizar su fortaleza financiera en un nivel “superior” para su clasificación de riesgo. Cabe mencionar que el impacto de la mayor deuda se observó en los indicadores de endeudamiento, ya que la cobertura de gastos financieros mejoró producto del mayor gasto incurrido en 2018 por concepto de prepago tras el refinanciamiento de pasivos. No obstante, hacemos hincapié en que un nuevo incremento significativo en las obligaciones financieras, que provoque un deterioro en los indicadores crediticios, podría conducir eventualmente a una revisión a la baja en el rating.

La contingencia de salud actual asociada a la propagación del virus COVID-19 ha incorporado incertidumbre a las expectativas económicas, repercutiendo en la actividad del sector inmobiliario y construcción, desafiando así la gestión de liquidez de las empresas. Proyectamos que lo anterior potenciaría los efectos negativos que la industria venía reportando producto del estallido social ocurrido en octubre de 2019. Dado esto, hemos asignado una **tendencia En Observación** a las clasificaciones de las compañías evaluadas por ICR del sector, incluyendo a Ingevec.

Si bien la empresa contaría con capacidad para ajustar su negocio, junto a saldos de obras por ejecutar y promesas por escriturar que crecieron durante 2019, consideramos que la menor base de actividad generada en 2020 podría presionar los resultados en 2021 y 2022. Con esto, estimamos que dentro de un plazo de 12 a 18 meses se identificaría con mayor precisión el resultado de las medidas llevadas a cabo por la compañía para enfrentar la menor actividad comercial y la interrupción en el avance de obras. Aun cuando estimamos que Ingevec cuenta con suficiencia de liquidez para enfrentar varios meses de baja actividad, esta revisión requerirá actualizaciones periódicas, dado el estado en curso de la contingencia.

Para el caso de Ingevec, la evaluación del riesgo del negocio indica que la clasificación de la compañía se inclina hacia categoría BBB. Por otra parte, la evaluación de la fortaleza financiera en un nivel “superior” eleva dicha clasificación en un *notch*, lo que conduce a un rating final de solvencia y bonos en categoría BBB+.

Perfil de la Empresa

Ingevec 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, oficinas, obras civiles, centros comerciales, proyectos de vivienda social (DS19 y DS49), entre otros.

La empresa cuenta con tres segmentos de negocios, correspondientes a ingeniería y construcción, inmobiliario habitacional, e inversiones y rentas. Iniciativas como el aumento de capital por \$15.000 millones en 2018, y las colocaciones de bonos realizadas en 2018 y 2019, han permitido a Ingevec potenciar estas dos últimas unidades de negocio.

El grupo controlador concentra el 54% 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. Asimismo, cuenta con un comité de directores compuesto de tres miembros, dos de ellos independientes.

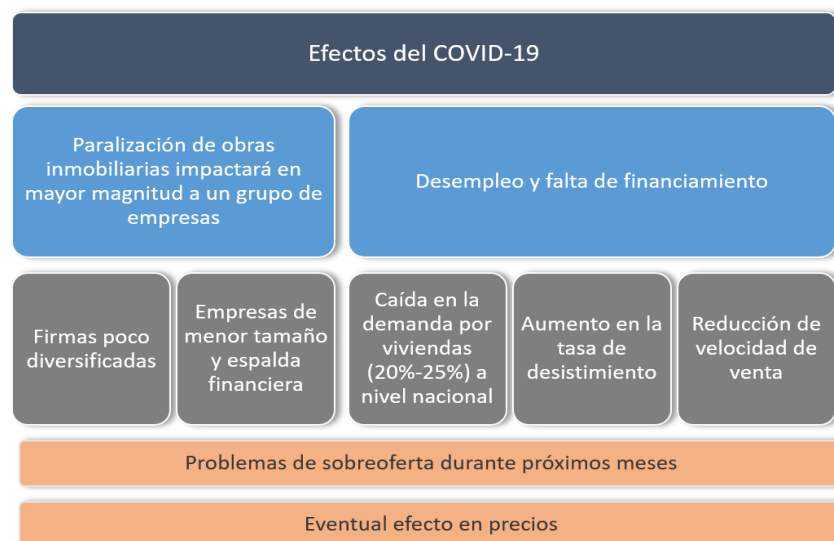
Industria inmobiliaria y construcción en Chile

Sector inmobiliario venía presionado a la baja tras el estallido social, lo que se agudizó con la propagación del virus COVID-19

El contexto actual de contingencia sanitaria ha ajustado las perspectivas económicas, afectando la actividad del segmento inmobiliario, que ya venía impactado por el estallido social. De este modo, proyectamos que los efectos identificados tras los acontecimientos en el país a partir de octubre se mantendrían, pero el escenario de pandemia incrementaría la magnitud de dicho impacto. En específico, las promesas de compraventa de viviendas se espera que bajen, los desistimientos aumentarían ante un mayor índice de desempleo, mientras que el lanzamiento de proyectos y la compra de terrenos se aplazarían hacia un período de menor incertidumbre.

Ajuste en la demanda inmobiliaria podría provocar una contracción de precios en el corto plazo

Principales efectos identificados de la contingencia sanitaria actual en el sector inmobiliario



Fuente: COVID-19 y su impacto en la construcción CChC, abril 2020.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Inversiones Los Cipreses Limitada	14,02%
Inversiones y Asesorías Marara Limitada	14,02%
Asesorías e Inversiones Isasa Limitada	14,02%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (cuenta nueva)	12,84%
Compass Small Cap Chile FI	8,61%
Chile FI Small Cap	6,37%
FI Santander Small Cap	4,18%
BCI Small Cap Chile FI	3,55%
Asesorías e Inversiones Desarrollos del Maipo Limitada	2,88%
Inversiones y Asesorías Génesis Limitada	2,63%
BTG Pactual S.A. Corredora de Bolsa	2,48%
Asesorías en Inversiones La Aurora Limitada	2,33%

Fuente: CMF a marzo de 2020

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

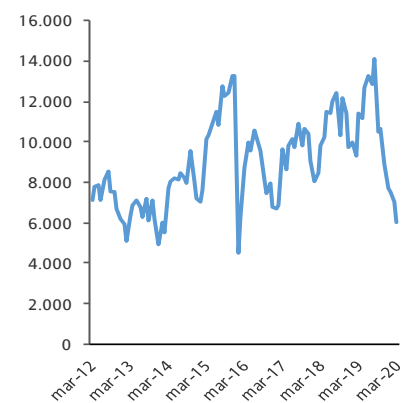
COMITÉ DE DIRECTORES

Darío Amenábar Z.	Independiente
Gustavo Alcalde L.	Independiente
Juan Antonio Yáñez C.	No independiente

Fuente: CMF

Promesas mostraron fuerte ajuste a la baja durante los meses posteriores al estallido social

Evolución promesas mensuales RM hasta marzo de 2020 (UF)



Fuente: InfonInmobiliario

Las cuarentenas en algunas comunas del país (principalmente en la Región Metropolitana y el sur del país, las cuales están en constante evaluación y renovación por parte del Gobierno), se tradujeron inicialmente en la paralización de un gran número de obras habitacionales, de las cuales en la mayoría hay incertidumbre respecto a la normalización de sus operaciones. Lo anterior desafía la gestión de liquidez de las empresas del rubro, ya que se proyectan varios meses de baja actividad comercial.

Consideramos que se verán más afectadas aquellas empresas poco diversificadas, con proyectos concentrados en comunas cuya cuarentena total se extienda por mayor tiempo, que presenten un menor tamaño relativo y una espalda financiera más debilitada. Por el lado de la demanda por viviendas, la CChC proyecta una caída entre un 20% y 25% a nivel país, y una reducción de al menos un 30% en la Región Metropolitana para 2020, derivado de un alza en la tasa de desempleo y en restricciones de financiamiento. También se proyecta una reducción en la velocidad de venta en el corto plazo, lo que podría llevar a un problema de sobreoferta durante los próximos meses, y a un eventual efecto hacia la baja en precios.

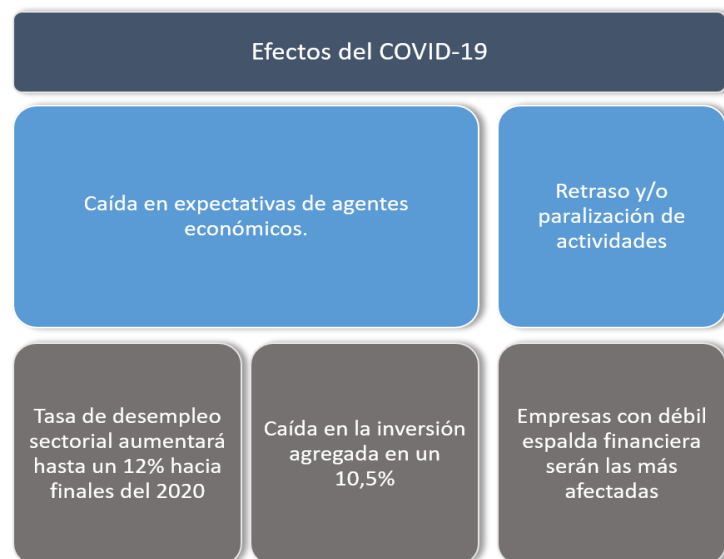
Para el caso de Ingevec, su posicionamiento principalmente en el segmento de viviendas de valor intermedio, junto a la presencia de proyectos de viviendas con subsidio son factores que podrían mitigar parcialmente los impactos anteriormente expuestos.

Sector de ingeniería y construcción afectado negativamente por el COVID-19, con menor inversión y avance de obras

El sector de ingeniería y construcción también se ha visto afectado por el COVID-19, especialmente por dos causas: ajuste en expectativas económicas y paralización de actividades. La cuarentena que se aplicó inicialmente en comunas de la Región Metropolitana y en otras comunas del país implicó que algunos proyectos de infraestructura y obras públicas detuvieran sus operaciones, identificándose que las constructoras más expuestas a los efectos negativos son aquellas con alto número de proyectos paralizados, y con una fortaleza financiera debilitada.

La CChC estimó una caída de 10,5% de la inversión agregada en construcción durante 2020

Principales efectos identificados de la contingencia sanitaria actual en el sector construcción



Fuente: COVID-19 y su impacto en la construcción CChC, abril 2020

El COVID-19 ha afectado al sector vía reducción en las expectativas de agentes económicos, donde la CChC en su informe MACH 52, proyecta una caída de 10,5% en la

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:

- ❖ Tópicos principales: 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.

Fuente: Elaboración propia.

inversión agregada del sector. Lo anterior se justifica por una disminución de 9% anual en inversión en infraestructura y 13,2% en inversión habitacional. Junto a esto, se estima que la tasa de desempleo sectorial podría llegar a un 12% hacia finales del 2020, equivalente a unos 75.000 empleos menos. Con relación a la inversión privada se espera una caída de 23,3% anual, dada la postergación de proyectos en al menos un trimestre en el inicio de obras y/o un menor ritmo de avance. Finalmente, se proyecta un alza en la inversión pública de 14,2% (contratos de obras públicas y concesiones), sujeto a modificaciones por riesgo de subejecución del gasto presupuestado.

Con esto, esperamos que los niveles de contratos y adjudicaciones se reduzcan conforme disminuye la inversión sectorial, afectando en mayor medida a las empresas con alta exposición a proyectos de edificación.

Clasificación de riesgo del negocio: **BBB**

Ingevec cuenta con un adecuado nivel de diversificación, alto reconocimiento de marca y buen grado de experiencia en la industria

Consideramos 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. No obstante, dicho segmento aún concentra la mayor parte de la ganancia generada por la empresa (56,5% de la utilidad de 2019).

El alto grado de experiencia y su buen reconocimiento de marca han permitido a la compañía posicionarse como un actor relevante dentro de la industria, contando con presencia en varias regiones del país, pero con foco en la Región Metropolitana. De acuerdo con lo publicado por la CChC, GfK Adimark, análisis internos de la compañía y otras fuentes, Ingevec estimó su participación de mercado del área de ingeniería y construcción en 2,68%, y en 0,33% en el segmento inmobiliario a junio de 2019.

Proceso de control de proyectos formalizado permite fortalecer la capacidad de la compañía para intervenir en etapas cuando sea requerido

Ingevec 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. Complementan a lo anterior, los esfuerzos por potenciar una constante mejora en los procesos de análisis de proyectos y decisión de inversiones.

Lo anterior resulta relevante dada la alta exposición al ciclo económico que tiene la industria en la que la compañía desarrolla sus actividades. No obstante, basados en los niveles de *backlog* con los que cuenta en obras de construcción y desarrollo de proyectos inmobiliarios, encontrándose dentro de estos últimos proyectos habitacionales con subsidio, consideramos que Ingevec contaría con cierto espacio para enfrentar la menor actividad de la industria.

Cabe indicar que iremos evaluado periódicamente lo anterior, en vista que los *shocks* que afectan a la industria se encuentran en curso, y tomando en cuenta la alta concentración del segmento de ingeniería y construcción en obras habitacionales. La exposición a la renta hotelera también podría representar un eventual riesgo para la compañía, pero esta unidad de negocios es de baja escala respecto a los otros segmentos, y por el momento no implicaría grandes desembolsos de capital para Ingevec.

SEGMENTOS DE NEGOCIO INGEVEC

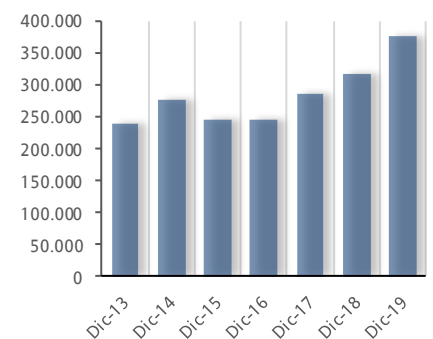
Ingeniería y construcción (I&C): Ofrece servicios de ingeniería y construcción tanto al sector público como al privado, realizando construcciones para el segmento habitacional y no habitacional. Asimismo, la compañía participa como contratista para terceros y empresas relacionadas.

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 del segmento I&C de Ingevec creció 18,8% en 2019

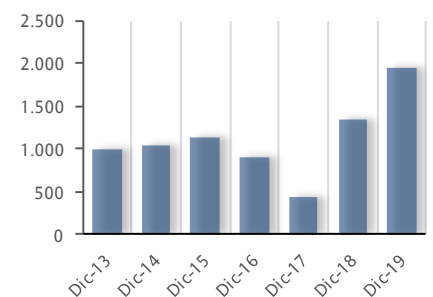
Evolución del *backlog* del segmento ingeniería y construcción (MM\$)



Fuente: Análisis razonado

Backlog de promesas de compraventa de viviendas de Ingevec creció 44,3% en 2019

Evolución del *backlog* de promesas proporcionales del segmento inmobiliario (MUF)



Fuente: Análisis razonado

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 insumos

Ingevec opera bajo contratos de suma alzada, en los que se especifica un precio fijo por los servicios prestados. Opinamos que lo anterior 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 de insumos, presionando eventualmente sus márgenes. De hecho, entre 2012 y 2014, la situación financiera de Ingevec presentó un deterioro significativo como consecuencia de los sobrecostos en el área de ingeniería y construcción.

La gestión de terrenos y el modelo de integración vertical con el que opera la compañía, son factores que permiten sostener su posicionamiento en el segmento inmobiliario

Actualmente, la estrategia de inversión en terrenos de la empresa contempla la adquisición de tierras para el desarrollo inmediato de proyectos inmobiliarios. Si bien Ingevec incrementó la compra de terrenos durante 2019 en línea con el plan de crecimiento del segmento inmobiliario, durante 2020 esta situación se modificaría, conforme la empresa ajuste su plan de inversiones en respuesta a los efectos que el estallido social y la propagación del virus COVID-19 han tenido en el sector.

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. Opinamos que este modelo de negocio posibilita la generación de sinergias operativas, y mitiga parcialmente riesgos asociados a la construcción de proyectos.

Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

Mayores ventas de Ingevec en 2019 estuvieron potenciadas por el área constructora y el segmento inmobiliario

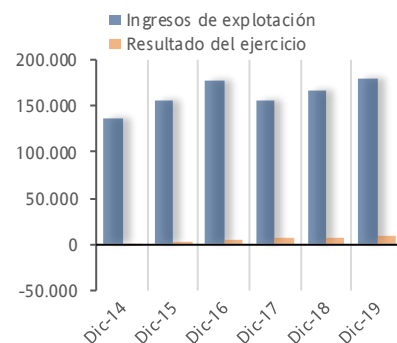
Ingevec reportó en sus estados financieros ingresos consolidados por \$179.459 millones a diciembre de 2019, incrementándose 8,1% respecto a 2018, debido al crecimiento en el nivel de contratos de obras en ejecución, así como también por mayores niveles de escrituración en proyectos inmobiliarios. Si bien la facturación del segmento de rentas hoteleras creció 22,5% entre 2018 y 2019, esta unidad continúa representando menos del 1% de las ventas totales de la compañía. Al considerar la información proporcional del área inmobiliaria habitacional, los ingresos alcanzaron los \$211.065 millones en 2019, aumentando 14% respecto a 2018.

El sector inmobiliario y construcción se vio impactado negativamente durante el último trimestre de 2019 tras el estallido social en el país. En el caso de Ingevec, la compañía sufrió efectos en términos de rendimientos y productividad en el segmento de construcción, mientras que las promesas disminuyeron, la velocidad de escrituración se redujo, y la ocupación hotelera decreció en algunos casos. Pese a lo anterior, la empresa logró cumplir con su meta presupuestada para el año en lo que respecta al nivel de adjudicaciones y escrituraciones.

Consideramos que la contingencia de salud actual asociada a la propagación del coronavirus potenciaría los efectos negativos que se venían observando en la industria tras el estallido social, lo que se reflejaría parcialmente en los resultados de 2020. Sin embargo, estimamos que el mayor desafío para la compañía, y el sector en general, ocurría en 2021 y 2022, cuando la menor base de actividad generada durante este año presione eventualmente los resultados de dichos ejercicios.

Ingresos y utilidad de Ingevec crecieron tanto por el área de construcción como por el segmento inmobiliario

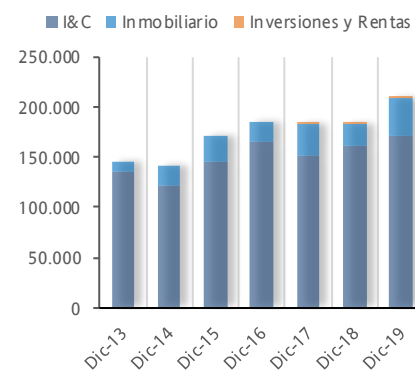
Evolución de ingresos consolidados y resultado neto de Ingevec (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Ingeniería y construcción continúa siendo la principal unidad de negocios en términos de ingresos

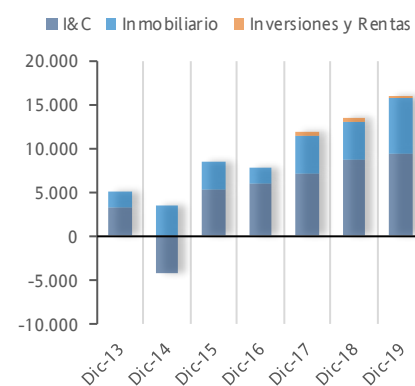
Evolución de ingresos proporcionales por unidad de negocios (MM\$)



Fuente: Análisis razonado

EBITDA se incrementó principalmente por el crecimiento del segmento inmobiliario

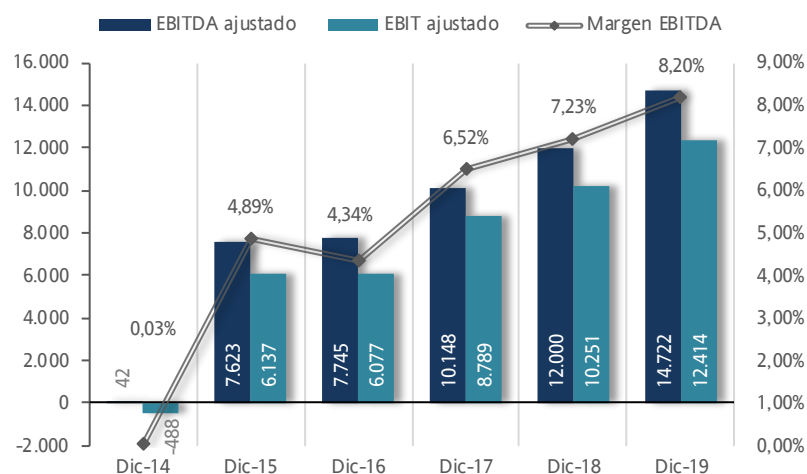
Evolución de EBITDA ajustado proporcional por unidad de negocios (MM\$)



Fuente: Análisis razonado

EBITDA ajustado de la compañía creció en 2019 potenciado por la unidad de construcción y el segmento inmobiliario

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



Fuente: Estados financieros

Si bien el costo de venta se incrementó 7,7% entre 2018 y 2019 en línea con el mayor nivel de actividad, la ganancia bruta de la compañía alcanzó los \$17.544 millones, evidenciando un crecimiento anual de 12,8%. Lo anterior logró compensar el alza de 7,9% en los gastos de administración, y condujo a un EBITDA ajustado¹ de \$14.722 millones en 2019, aumentando 22,7% respecto al anterior. Con esto, el margen EBITDA ajustado² pasó desde 7,2% en 2018 hasta 8,2% en 2019. El EBITDA ajustado proporcional³, en tanto, llegó a \$16.056 millones, aumentando 19,2% respecto a 2018.

El mejor desempeño operacional, junto a los menores costos financieros registrados en el período, implicaron un crecimiento de 18,5% en la utilidad del ejercicio, totalizando \$8.427 millones en 2019, potenciada por los segmentos de construcción y desarrollo inmobiliario. En cuanto al segmento hotelero, la compañía reportó pérdidas por \$150 millones en 2019, lo que se debió a una menor revalorización de activos en operación.

El flujo operacional⁴ de Ingevec alcanzó los \$12.281 millones en 2019, presentando un crecimiento de \$7.076 millones respecto a 2018, debido principalmente a los avances de obras de construcción. El flujo de financiamiento⁵, por su parte, llegó a \$28.580 millones en 2019, aumentando 45% en comparación a 2018, en línea con el requerimiento de recursos de la empresa para financiar su plan de inversiones.

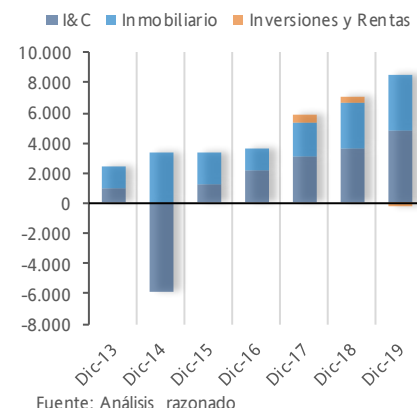
Evolución de los indicadores crediticios capturó mayor stock de deuda tras la última colocación de bonos para el financiamiento del plan de inversiones

Al cierre de 2019, la deuda financiera⁶ de Ingevec alcanzó los \$66.170 millones, lo que representó un crecimiento de 85,3% respecto a 2018. Lo anterior se debió a la colocación de bonos realizada en agosto de 2019, por un monto de UF 1.000.000, a una tasa de 2,4% y con vencimiento en 2028. El uso de los fondos considera el financiamiento de inversiones en los negocios inmobiliarios, de renta residencial y hoteles.

Casi la totalidad de la deuda financiera de la compañía a diciembre de 2019 se constituyó de obligaciones con el público (97,4%), y existió un porcentaje poco significativo de operaciones por *leasing* (0,3%) y arrendamientos financieros (2,3%). De este modo, el perfil de amortización de la compañía está estructurado principalmente hacia el mediano y largo plazo, con vencimientos relativamente menores en el corto plazo.

Pérdidas registradas en segmento de renta hotelera se explicaron por una menor revalorización de activos en operación

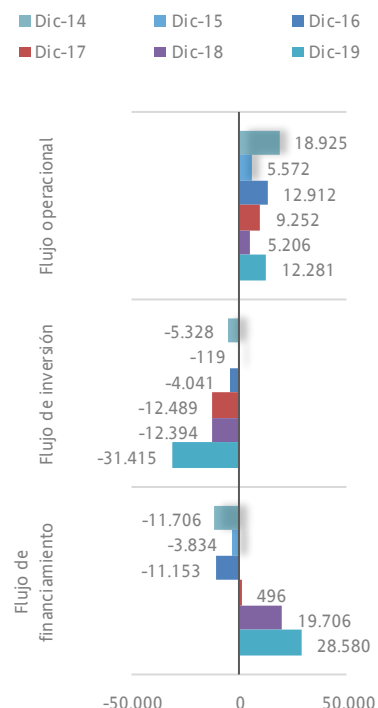
Evolución de resultado del ejercicio por segmento (MM\$)



Fuente: Análisis razonado

Mayor importe procedente de préstamos luego de la colocación de bonos por UF 1.000.000 en 2019 implicó un crecimiento en el flujo de financiamiento de Ingevec

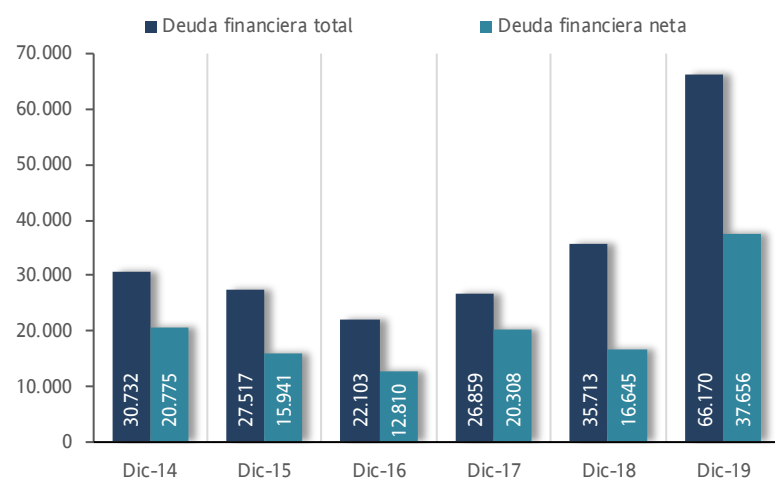
Evolución flujo de caja Ingevec (MM\$)



Fuente: Estados financieros

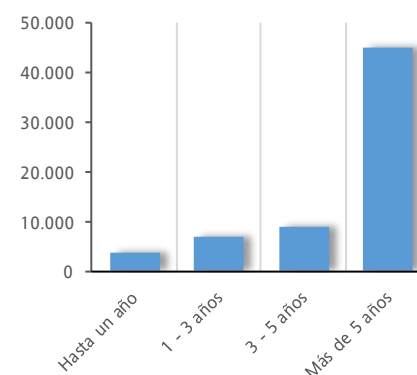
Colocación de bonos para el financiamiento del plan de inversiones incrementó el stock de deuda de la compañía durante 2019

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



Fuente: Estados financieros

Deuda financiera de Ingevec principalmente estructurada al mediano y largo plazo
Perfil de amortización (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Considerando la estructura de deuda anterior, una caja inicial dentro de los rangos históricos, un flujo operacional corregido por el flujo de financiamiento, inventario disponible para la venta y egresos asociados a intereses, impuestos, inversiones y dividendos, estimamos que Ingevec contaría con espacio para cubrir sus obligaciones del corto plazo (RCSD⁷). Es importante mencionar que, dado el estado en curso de la contingencia sanitaria actual, iremos actualizando periódicamente la suficiencia de liquidez de la compañía.

Si bien el mayor stock de deuda impactó negativamente en los indicadores de endeudamiento de Ingevec, opinamos que su fortaleza financiera se mantiene en una categoría "superior" para su clasificación de riesgo. No obstante, de producirse nuevos incrementos significativos en la deuda de la empresa, de manera tal que deteriore los indicadores de endeudamiento y cobertura, el rating asignado podría presentar revisiones a la baja.

En consecuencia, el indicador de endeudamiento total se incrementó desde 1,42 veces en 2018 hasta 1,95 veces en 2019, mientras que el *leverage* financiero aumentó desde 0,73 veces hasta 1,22 veces. Finalmente, el ratio de endeudamiento financiero neto creció desde 0,34 veces hasta 0,69 veces.

Pese al incremento de deuda, los gastos financieros de Ingevec se redujeron, dado que en 2018 la compañía realizó una colocación de bonos principalmente destinada al refinanciamiento de pasivos, lo que implicó reconocer un costo de prepago. Con esto, y junto al mejor desempeño operacional, el indicador de cobertura de gastos financieros netos mejoró desde 6,15 veces hasta 7,88 veces.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento total ⁸	2,40	2,22	1,89	1,60	1,57	1,42	1,95
Endeudamiento financiero ⁹	1,39	1,26	1,03	0,77	0,83	0,73	1,22
Endeudamiento financiero neto ¹⁰	1,09	0,85	0,60	0,45	0,63	0,34	0,69
Cobertura gastos financieros ajustados ¹¹	3,82	-0,32	3,55	3,55	6,15	5,00	6,50
Cobertura gastos financieros netos ajustados ¹²	4,79	-0,38	4,37	5,30	7,20	6,15	7,88
Razón circulante ¹³	1,71	1,63	1,97	1,53	1,02	1,64	1,49
Razón ácida ¹⁴	1,03	1,17	1,53	1,39	0,96	1,56	1,45

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

Bonos corporativos

La compañía mantiene deuda vigente a través de las líneas de bonos N^{os} 751 (serie C) y 914 (serie B), según el siguiente detalle:

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 1.000.000	UF 1.245.000
Series vigentes	C	B

Fuente: Elaboración propia con información CMF a febrero de 2020

Principales características series de bonos vigentes

	Serie B	Serie C
Número de inscripción	914	751
Fecha inscripción	12-oct-18	20-ago-19
Plazo (años)	6,83	8,67
Monto inscrito	UF 1.300.000	UF 1.000.000
Monto colocado	UF 1.300.000	UF 1.000.000
Deuda vigente	UF 1.245.000	UF 1.000.000
Tasa emisión (%)	3,3%	2,4%
Vencimiento	10-sep-25	10-may-28

Fuente: Elaboración propia con información CMF a marzo 2020 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	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dic-19
Endeudamiento financiero neto (número de veces)	<= 1,5 veces	0,34	0,46	0,60	0,62	0,69
Patrimonio neto total (UF)	=> UF 1.300.000	1.772.154	1.835.820	1.861.635	1.932.133	1.922.651

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

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.

Títulos accionarios

La clasificación en Primera Clase Nivel 3 para los títulos accionarios se sostiene en la constante presencia bursátil a través de su relación con Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa en calidad de *market maker* (con fecha de inicio el 18 de marzo de 2015), el *floating* (46% aproximadamente) y el rating de solvencia de la compañía (categoría BBB+).

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones solvencia y títulos accionarios

Fecha	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
26-dic-2019	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	Estable	Eventos sociales del país
17-abr-2020	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	En Observación	Efectos del COVID-19 en la industria
15-may-2020	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	En Observación	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

Categoría BBB

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

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-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activos corrientes	48.786	49.221	40.188	33.839	56.390	65.240
Activos no corrientes	29.638	27.863	34.581	49.521	62.033	95.061
Activos totales	78.424	77.084	74.770	83.360	118.423	160.301
Efectivo y equivalentes	9.957	11.576	9.293	6.551	19.068	28.514
Inventarios	13.989	11.075	3.634	1.941	2.687	1.631
Pasivos corrientes	29.865	24.958	26.318	33.335	34.423	43.851
Pasivos no corrientes	24.188	25.443	19.701	17.624	35.149	62.020
Pasivos totales	54.053	50.401	46.019	50.959	69.572	105.871
Deuda financiera corriente	6.544	2.292	2.403	9.235	564	4.150
Deuda financiera no corriente	24.188	25.225	19.701	17.624	35.149	62.020
Deuda financiera total	30.732	27.517	22.103	26.859	35.713	66.170
Deuda financiera neta	20.775	15.941	12.810	20.308	16.645	37.656
Patrimonio	24.371	26.684	28.751	32.401	48.851	54.430
Ingresos de explotación	136.665	156.037	178.534	155.546	165.949	179.459
Costos de explotación	132.929	146.488	166.936	143.280	150.394	161.915
Ganancia bruta	3.736	9.549	11.598	12.266	15.555	17.544
Margen bruto (%)	2,73%	6,12%	6,50%	7,89%	9,37%	9,78%
Resultado operacional	-1.729	5.631	5.602	8.528	10.180	12.414
Margen operacional	-1,27%	3,61%	3,14%	5,48%	6,13%	6,92%
Ingresos financieros	269	326	564	208	384	332
Gastos financieros en resultados	1.543	1.728	1.711	1.429	2.051	1.908
Gastos financieros en el costo de venta	1.241	506	474	261	71	0
Gastos financieros netos ajustados ¹⁵	1.274	1.403	1.147	1.221	1.667	1.576
Resultado del ejercicio	-2.610	3.319	3.569	5.864	7.113	8.427
Endeudamiento total (N° de veces)	2,22	1,89	1,60	1,57	1,42	1,95
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,26	1,03	0,77	0,83	0,73	1,22
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,85	0,60	0,45	0,63	0,34	0,69
EBITDA ajustado	42	7.623	7.745	10.148	12.000	14.722
Margen EBITDA ajustado	0,03%	4,89%	4,34%	6,52%	7,23%	8,20%
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	731,96	3,61	2,85	2,65	2,98	4,49
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	494,81	2,09	1,65	2,00	1,39	2,56
EBITDA ajustado / gastos financieros ajustados	0,03	4,41	4,53	7,10	5,85	7,71
EBITDA ajustado / gastos financieros netos ajustados	0,03	5,43	6,75	8,31	7,20	9,34
EBIT ajustado / gastos financieros ajustados	-0,32	3,55	3,55	6,15	5,00	6,50
EBIT ajustado / gastos financieros ajustados	-0,38	4,37	5,30	7,20	6,15	7,88
ROA (%)	-3,04%	4,27%	4,70%	7,42%	7,05%	6,05%
ROE (%)	-10,07%	13,00%	12,88%	19,18%	17,51%	16,32%

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

³ EBITDA ajustado proporcional = Resulta del cálculo del EBITDA ajustado considerando la información proporcional del segmento inmobiliario.

⁴ Flujo de caja de la operación = Corresponde a la partida "Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación" del Estado de Flujos de Efectivo.

⁵ Flujo de caja de financiamiento = Corresponde a la partida "Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación" del Estado de Flujos de Efectivo.

⁶ 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.

⁷ Servicio de la deuda (RCSD) = (Caja inicial + flujo operacional + flujo de financiamiento – CAPEX – impuestos – dividendos, proyectados) / Servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

⁸ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

¹¹ Cobertura de gastos financieros ajustada = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros en resultados + gastos financieros activados, anualizados). Con EBIT = Resultado operacional + costo financiero en costo de ventas.

¹² Cobertura de gastos financieros netos ajustada = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros en resultados + gastos financieros activados – ingresos financieros, anualizados). Con EBIT = Resultado operacional + costo financiero en costo de ventas.

¹³ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁴ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹⁵ Dado que no existen intereses capitalizados en los estados financieros consolidados de la compañía, para el cálculo de los indicadores, el gasto financiero neto ajustado es equivalente al gasto financiero reconocido en resultados.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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