

Debido a modelo de negocios y los resguardos financieros

Humphreys clasifica bonos de Ingevec S.A. en "Categoría BBB"

Santiago, 2 de julio de 2013. **Humphreys** clasificó en "Categoría BBB" los bonos serie A de **Ingevec S.A. (Ingevec)**, en tanto los títulos accionarios fueron clasificados en "Primera Clase Nivel 4". En ambos casos la tendencia asignada corresponde a "Estable".

La clasificación de la línea de bonos de deuda de **Ingevec** en *Categoría BBB*, se fundamenta principalmente en el reconocimiento, por una parte, de su experiencia y larga trayectoria dentro del mercado de la construcción, que incluye tanto capacidad operativa como habilidad en el control de costos y asignación de recursos, principalmente, la mano de obra. Adicionalmente, se reconoce que el negocio de construcción por cuenta de terceros opera con márgenes relativamente estables y conocidos en el tiempo. La empresa, mediante filiales, ha desarrollado más de 480 obras con más de 4,5 millones de metros cuadrados edificados.

La clasificación de riesgo incorpora, además, el mayor desarrollo y profundización del sistema de financiamiento hipotecarios, situación que favorece directamente el negocio inmobiliario e indirectamente el de construcción.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a marzo de 2013 ascienden a 42, distribuidos de manera adecuada en distintas regiones y de aproximadamente 37 mandantes, lo que a juicio de la clasificadora es un elemento positivo dada la menor exposición ante algún proyecto en particular o algún mandante determinado.

También para efectos de la asignación de la categoría de riesgo, se ha considerado la estructura propia de la emisión de los títulos de deudas, en particular la existencia de una cuenta de reserva para asegurar la liquidez del emisor y, en menor medida, la limitación de la deuda que pueden asumir las filiales. La cuenta de reserva asciende a UF 100.000 UF, representando el 10% de la deuda del bono y 0,41 veces el máximo pago por amortización.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación se ha considerado la sensibilidad de la empresa a los ciclos económico negativos, tanto a aquellos que reducen los márgenes del negocio como aquellos que disminuyen su nivel de actividad. En el rubro ingeniería y construcción, si bien se actúa por pedidos específicos, el emisor no es inmune a la situación financiera y de liquidez que pudiere afectar a sus mandantes en épocas recesivas; por otra parte, en escenario de escasez y de incremento en los precios de insumos no es posible traspasar el mayor costo al precio de las obras ya adjudicadas. Dentro del negocio inmobiliario, en períodos de recesión, se tiene el riesgo de baja en los márgenes de ventas y de disminución en la velocidad de venta de inmuebles. Bajo este contexto, se incluye, además, la baja disposición del sector financiero para apoyar la liquidez de las entidades del rubro construcción e inmobiliario durante estos periodos. Durante la crisis del año 2009, los resultados del emisor disminuyeron en 37,2%.

La clasificación de riesgo tampoco es ajena que el nivel de deuda de la compañía es elevado en relación con su nivel de EBITDA y su Flujo de Caja de Largo Plazo FCLP¹, aun entendiendo que

¹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

parte de los pasivos financieros serán pagados con la liquidación de inventarios (el flujo operacional del emisor es negativo desde 2011) y/o están asociados a proyectos futuros. Según la información al 31 de marzo de 2013, la relación entre deuda financiera y EBITDA es de 10,6 veces; mientras que el ratio deuda financiera sobre FCLP es de 7,4 veces.

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

También la clasificación toma en consideración que el 67% de la deuda financiera del emisor está asociada al negocio inmobiliario e, independiente como se utilicen estos recursos (directamente como deuda de proyectos específicos o como capital para sociedades inmobiliarias), este tipo de actividad implica que los activos subyacentes de un proyecto (inmuebles) quedan en garantía en favor de los bancos de tal forma que las restantes deudas (o el retiro de dividendos, según correspondan) asumen el carácter de subordinado a las acreencias bancarias. En este caso en particular, se debe tener en cuenta que, según escritura de emisión, el 80% de la deuda debe localizarse en la matriz, que genera sus ingresos mayoritariamente por el negocio de construcción e ingeniería (segmento de negocios no afecto a este tipo de riesgo).

La tendencia de clasificación se califica "*Estable*", considerando que el ajuste de precio que se ha hecho a los proyectos con el objeto de alinearlos a las condiciones imperantes en el mercado del trabajo, debiera repercutir favorablemente en los márgenes del negocio y, por lo tanto, éstos debieran volver a niveles más coincidentes con lo esperado en el largo plazo.

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

Durante el primer trimestre de 2013, la empresa tuvo ingresos por US\$ 69,3 millones y un EBITDA de US\$ 1,7 millones; con una deuda financiera de US\$ 52,8 millones y patrimonio por US\$ 55,5 millones. A la misma fecha, la empresa tiene inventarios por US\$ 57,5 millones, de los cuales aproximadamente el 24% corresponden a bienes raíces urbanos edificados.

Contacto en **Humphreys**:

Verónica Vargas M.

Teléfono: 562 - 2433 5200

E-mail: veronica.vargas@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 2433 5200– Fax (562) 2433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".