



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Ingevec S.A.

Agosto 2018

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	BBB Favorable
Otros instrumentos: Línea de bonos y bonos Tendencia Acciones Tendencia	BBB Favorable Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	30 junio 2018

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	UF 1.300.000
Moneda de emisión	UF o pesos
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la línea se destinarán al financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor y/o sus filiales.
Garantías	La emisión contempla como garantía a favor de los tenedores de bonos, la constitución de Inmobiliaria Ingevec S.A. en fiadora y codeudora solidaria de las obligaciones que contraiga el emisor en relación con los bonos que sean emitidos con cargo a la línea.

Covenants financieros de la línea de bonos en proceso de inscripción		
	Límite	Indicadores al 30/06/18
Endeudamiento Financiero Neto	Menor o igual a 1,5 veces	0,13 veces
Patrimonio mínimo	UF 1.300.000	UF 1.825.045

Estado de Resultados Consolidado, IFRS							
MM\$	2013	2014	2015	2016	2017	Jun-17	Jun-18
Ingresos de actividades ordinarias	144.750	136.665	156.037	178.534	155.546	75.667	78.365
Costo de ventas	-133.957	-132.929	-146.488	-166.936	-143.280	-69.629	-70.752
Gasto de administración y ventas	-5.619	-5.464	-6.220	-6.950	-6.738	-3.625	-4.029
Resultado operacional	3.614	-1.729	5.631	5.602	8.528	3.679	4.205
Costos financieros	-1.217	-1.543	-1.728	-1.711	-1.429	-566	-719
Ganancia (pérdida)	2.376	-2.610	3.319	3.569	5.864	2.465	3.118
EBITDA ¹	4.075	-1.199	7.117	7.270	9.887	4.366	5.022

Balance General Consolidado, IFRS						
MM\$	2013	2014	2015	2016	2017	Jun-18
Activos corrientes	69.771	48.786	49.221	40.188	39.514	51.492
Activos no corrientes	23.462	29.638	27.863	34.581	49.521	54.366
Total de activos	93.233	78.424	77.084	74.770	89.035	105.858
Pasivos corrientes	40.841	29.865	24.958	26.318	39.010	39.916
Pasivos no corrientes	24.943	24.188	25.443	19.701	17.624	16.376
Total pasivos	65.784	54.053	50.401	46.019	56.634	56.292
Patrimonio total	27.449	24.371	26.684	28.751	32.401	49.566
Total de patrimonio y pasivos	93.233	78.424	77.084	74.770	89.035	105.858
Deuda financiera	38.068	34.409	27.517	22.103	26.859	25.418

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

Durante 2017 la empresa tuvo ingresos por US\$ 253 millones y un EBITDA de US\$ 16,1 millones; una deuda financiera a diciembre de ese año de US\$ 43,7 millones y un patrimonio por US\$ 52,7 millones. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios por US\$ 3,2 millones, de los cuales aproximadamente el 1,8% correspondían a bienes raíces urbanos edificados.

¹ Incluye la participación neta de inversiones asociadas.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de una línea de bonos por parte de **Ingevec**, a 10 años, por un monto máximo de colocación de UF 1,3 millones. Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la línea se destinarán al financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos u otros fines corporativos del emisor y/o sus filiales.

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

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

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a marzo de 2018 asciende a aproximadamente 50 iniciativas, distribuidas de manera adecuada en distintas regiones y de aproximadamente 29 mandantes, lo que a juicio de la clasificadora es un elemento positivo, dada la menor exposición ante algún proyecto en particular o algún mandante determinado.

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

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

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

También la clasificación toma en consideración que parte de la deuda financiera del emisor está asociada al negocio inmobiliario y que independiente sobre cómo se utilicen estos recursos (directamente como deuda de proyectos específicos o como capital para sociedades inmobiliarias), en algunos casos este tipo de actividad

implica que los activos subyacentes de un proyecto (inmuebles) quedan en garantía en favor de los bancos, de tal forma que las restantes deudas (o el retiro de dividendos, según correspondan) asumen el carácter de subordinado a las acreencias bancarias.

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

La tendencia de clasificación "Favorable" responde a que la emisora ha registrado una continua caída en sus indicadores de endeudamiento relativo, respecto a su capacidad de generación de flujo. Además, recientemente se efectuó un incremento de capital, lo cual da cuenta del compromiso de los controladores con la compañía y permite contar con una mayor base patrimonial para enfrentar de mejor manera los vaivenes cíclicos de la actividad constructora.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados 2017

Durante 2017 **Ingevec** obtuvo ingresos de explotación por \$155.546 millones, lo que implicó una caída de 12,9% respecto de igual período del año anterior, situación explicada por el retraso de diversos mandantes en el inicio de proyectos del segmento Ingeniería y Construcción. El costo de ventas disminuyó en 14,2%, en tanto que los gastos de administración y ventas se contrajeron en 3,1%. Por su parte, el resultado operacional se incrementó en 52,2%, hasta \$8.528 millones debido al incremento en la participación de asociadas.

El EBITDA, por su parte, muestra un incremento de 36% en el período, alcanzando los \$9.887 millones. La utilidad del año totalizó \$5.864 millones, lo que representa un aumento de 64,3% durante el ejercicio.

Resultados a junio 2018

Durante el primer semestre de 2018 los ingresos totales de la compañía llegaron a \$78.365 millones, lo que representa un incremento de 3,6% respecto del mismo período de 2017. Los costos de venta, por su parte, se incrementaron en 1,6% y totalizaron \$70.752 millones. El resultado operacional se expandió en 14,3%, alcanzando \$4.205 millones.

El EBITDA de la compañía llegó a \$5.022 millones, lo que representa un aumento de 15,0% respecto del mismo período del año anterior.

El resultado del ejercicio de la compañía el primer semestre del año alcanzó \$3.118 millones, un 26,5% superior al obtenido a junio de 2017.

Por otro lado, durante marzo se efectuó un incremento de capital que significó un incremento de la base patrimonial por casi \$9,7 miles de millones, el cual se complementó con la colocación de acciones, durante abril, por un total de \$15.030 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB

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

Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

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

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que este ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."