



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Ingevec S.A.

Junio 2015

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
Bonos Tendencia	BBB En Observación¹
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	31 marzo 2015

Número y fecha de inscripción emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A	Nº 751 de 12.04.2013 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado, IFRS					
MM\$	2011	2012	2013	2014	Mar-15
Ingresos de actividades ordinarias	105.622	101.129	144.750	136.665	36.844
Costo de ventas	-97.191	-92.589	-133.957	-132.929	-34.556
Gasto de administración y ventas	-5.323	-5.629	-5.619	-5.464	-1.476
Resultado operacional	3.478	2.379	3.729	-3.141	1.450
Costos financieros	-648	-473	-1.217	-1.543	-440
Ganancia (pérdida)	2.489	1.848	2.376	-2.610	978
EBITDA	3.831	2.808	4.190	-2.612	1.581

Balance General Consolidado, IFRS					
MM\$	2011	2012	2013	2014	Mar-15
Activos corrientes	37.141	57.820	69.771	61.473	51.023
Activos no corrientes	8.699	14.879	23.462	23.647	29.120
Total de activos	45.840	72.700	93.233	85.120	80.143
Pasivos corrientes	27.610	42.333	40.841	31.738	31.065
Pasivos no corrientes	5.291	4.139	24.943	25.664	24.037
Total pasivos	32.902	46.472	65.784	57.403	55.102
Patrimonio total	12.938	26.228	27.449	27.717	25.041
Total de patrimonio y pasivos	45.840	72.700	93.233	85.120	80.143
Deuda financiera	18.213	22.986	38.068	34.409	31.948

¹ Tendencia anterior: Estable

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 2014 la empresa tuvo ingresos por US\$ 225 millones y un EBITDA negativo de US\$ 4,3 millones; con una deuda financiera a diciembre de ese año de US\$ 50,7 millones y patrimonio por US\$ 40,2 millones. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios por US\$ 23,1 millones, de los cuales aproximadamente el 19,5% corresponden a bienes raíces urbanos edificados. A marzo de 2015 los ingresos alcanzaron US\$61,6 millones, lo que representa una caída de 4,5% respecto al mismo período del año anterior. El EBITDA, por su parte, se incrementó más de 126%, debido principalmente al incremento de las ganancias de empresas relacionadas.

Desde el primer informe de clasificación, **Humphreys** identificó el “riesgo de presupuestación” en las actividades del emisor, riesgo que en los últimos años se manifestó en forma particularmente severa, básicamente en dos proyectos ya finalizados (o, en su defecto, dado su nivel de avance, exhiben un bajo riesgo de ejecución). Junto con lo anterior, al igual que el resto de la industria, la compañía tuvo que enfrentar aumentos en el gasto de mano de obra y una baja en su productividad, ambos elementos ya incorporados en los nuevos precios.

Dado lo anterior, los márgenes operacionales de la compañía² se vieron fuertemente afectados; producto de lo cual la tendencia de la categoría de riesgo se califica “*En Observación*”, con el objeto de verificar si la empresa -ya sin el efecto aludido de los dos proyectos con elevados sobre costos- puede retornar a niveles de márgenes similares a los históricos o, en los hechos, se detecta que se trata de una caída más permanente en la rentabilidad de la empresa.

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

² El margen operacional se define como ganancia bruta más otros ingresos por función más gastos de administración más otros gastos más participación en las ganancias de asociadas más resultados por unidad de reajuste.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a marzo de 2015 ascienden a 44, distribuidos 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.

También, la clasificación de la emisión de títulos de deuda se ve favorecida por la estructura del instrumento, en particular por 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.

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 períodos.

La clasificación de riesgo tampoco es ajena a 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 FCLP³, aun entendiendo que parte de los pasivos financieros serán pagados con la liquidación de inventarios (en lo reciente, el flujo de efectivo de la operación fue negativo entre 2011 y el segundo trimestre de 2013) y/o están asociados a proyectos futuros. Según la información al 31 de marzo de 2015, la relación entre deuda financiera y el FCLP alcanza a 19,6 veces, en tanto que, dado el valor negativo del EBITDA anualizado, la razón deuda financiera a EBITDA exhibe un valor negativo de casi 19 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, al menos en porcentajes relevantes.

También la clasificación toma en consideración que más del 60% 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

³ 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.

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) y, además, obliga a emisor a mantener una cuenta de reserva; con todo, si bien éstos resguardo se evalúan positivamente, por si mismos, a juicio de la clasificadora, no dejan en condiciones equivalentes a los acreedores.

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 su resultados financieros debieran resentirse ante situaciones que afecten negativamente la demanda o presione al alza de los costos (tal como ha ocurrido recientemente por el incremento en los sueldos y salarios).

Para mantener la clasificación de riesgo de los bonos en la categoría actual es necesario que la empresa alcance, o muestre que puede alcanzar, un margen operacional cercano al promedio histórico (3,0%) observado en el período diciembre 2011-2013 (bajo el supuesto que el nivel de endeudamiento se mantiene relativamente estable en relación con su nivel de actividad).

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Demanda creciente en el mercado objetivo.
- Estructura financiera que apoya la liquidez.
- Mayor estabilidad de los flujos del negocio de construcción.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo del grupo controlador.
- Reputación en el mercado.

Riesgos considerados

- Sensibilidad a los ciclos económicos y tasa de interés (riesgo permanente, de alto impacto).
- Riesgo de iliquidez 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 e 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 2014

Durante 2014, **Ingevec** obtuvo ingresos de explotación por \$ 136.665 millones, lo que implicó una caída de 5,6% respecto a igual período del año anterior, explicada por la contracción de más de 10% de los ingresos provenientes del segmento Ingeniería y Construcción, parcialmente compensados por el incremento de más

de 60% de aquellos provenientes del segmento Inmobiliario. El costo de ventas se redujo en 0,8%, en tanto que los gastos de administración y ventas cayeron en 2,8%. Debido a lo anterior, el resultado operaciones exhibió una caída de más 184%, pasando de un resultado positivo de \$3.729 millones en 2013, a un resultado operacional negativo de \$3.141 millones en 2014.

El EBITDA mostró similar trayectoria, cayendo más de 162% y alcanzando un resultado negativo de \$2.612 millones en 2014. De esta manera, la compañía pasó de exhibir una ganancia de \$4.190 millones en 2013, a una pérdida de \$2.612 millones en 2014.

Primer Trimestre 2015

Durante el primer trimestre de 2015 los ingresos totales de la compañía llegaron a \$ 36.844 millones, lo que representa una caída de 4,5% respecto a los primeros tres meses de 2014, ello a pesar de un alza de 7,9% en los ingresos del segmento Ingeniería y Construcción, lo cual no alcanzó a compensar la disminución de más de 71% de los ingresos del segmento inmobiliario.

Por otro lado, el EBITDA de la compañía llegó a \$ 1.581 millones, más de 126% superior al del primer trimestre de 2014, explicado principalmente por a la significativa recuperación de la participación en resultado de subsidiarias, la cual, además, significó un crecimiento superior a 157% del resultado operacional, en comparación con el mismo período del año anterior.

El resultado del ejercicio de la compañía durante los tres primeros meses de 2015 fue de \$ 978 millones, un 126,4% superior al obtenido en marzo de 2014, cuando alcanzó \$ 698 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 ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellas cuotas emitidas por fondos de inversión que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los

emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Vasta experiencia y reputación en el sector: La compañía posee 30 años de experiencia en el mercado, a través de los cuales ha desarrollado una gran diversidad de proyectos; en efecto, a la fecha Ingevec, a través de sus filiales, ha desarrollado más de 480 obras con más de 4,5 millones de metros cuadrados edificados. Entre sus obras más destacadas, cabe mencionar el Conjunto Casas Los Dominicos del Alba, Clínica Universidad de Chile, ampliación del Parque Arauco, la Planta Carozzi, sede de Inacap en Los Ángeles y la facultad de Química y Farmacia de la Universidad de Chile. Cabe señalar que el emisor ha participado en diversos proyectos a través de consorcios con variadas constructoras nacionales, entre las que se encuentran Constructora DLP Ltda., Constructora Inarco S.A., Icafal Ingeniería y Construcción S.A., Constructora Cuevas y Purcell S.A., Claro Vicuña Valenzuela S.A., entre otras. Su extensa experiencia favorece su reputación en el mercado, atenuando la necesidad de centrar la competencia sólo en el factor precio.

Diversificación de proyectos: La compañía tiene como política mantener un número significativo de proyectos, ya sea desarrollando inversiones propias (a través de las inmobiliarias del grupo, en forma individual o en consorcio con otras inmobiliarias), o por medio de la ejecución de obras mandatadas por terceros. Esta política le permite estar actualmente participando en más de 44 proyectos en distintas regiones del centro sur del país, mitigando fuertemente su exposición a cada una de ellas en forma individual.

Diversificación de mandantes: Siguiendo la política de riesgo de la compañía, Ingevec diversifica los mandantes con los que opera. Actualmente, está desarrollando obras para 29 mandantes, lo cual permite tener una relación casi uno a uno entre mandantes y proyectos en ejecución. Con ello, reduce su exposición a incumplimiento de la contraparte (además de los mitigantes habituales exigido en este tipo de operaciones)

Estructura de operación: La estructura financiera del bono establece diversos resguardos para los tenedores de este instrumento, de manera de asegurar un adecuado cumplimiento de las obligaciones. En efecto, la compañía se obliga a mantener una cuenta de reserva por el 10% de la emisión, lo cual permite afrontar algún evento de caída en los flujos, debido a un menor nivel de actividad del emisor. Por otro lado, los resguardos financieros establecen que el nivel de endeudamiento de Ingevec no puede ser superior a dos veces el nivel de patrimonio. Finalmente, el endeudamiento financiero neto de las filiales inmobiliarias que consolidan en conjunto con el endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios no puede ser superior a un 20% del endeudamiento financiero neto total de Ingevec. De este modo, se morigera en grado importante la subordinación del bono respecto a la deuda bancaria requerida para desarrollar los proyectos inmobiliarios.

Mercado objetivo creciente: La constructora se ha enfocado en desarrollar soluciones habitacionales a los sectores medios-bajos de la sociedad, los cuales han experimentado un incremento en su poder de compra,

posibilitando su acceso a la vivienda. Más aún, la demanda de este segmento de la población es menos sensible a las fluctuaciones económicas, en comparación, por ejemplo, con el mercado de segunda vivienda. Se estima que alrededor del 70% de la demanda de viviendas del país es bajo las UF 2.000.

Factores de riesgo

Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés: El sector de la construcción es altamente sensible a los ciclos económicos, y a las percepciones de las personas hacia la economía y el empleo, ya que las decisiones de compra de una vivienda son influenciadas por las expectativas acerca de sus ingresos futuros y su capacidad de cumplir con los pagos de los créditos hipotecarios. Por otro lado, la industria también es sensible a la variación de la tasa de interés, que son determinantes para el financiamiento de los compradores con créditos hipotecarios, lo que repercute en la demanda de nuevas viviendas. Durante la recesión del año 2009, el Producto Interno Bruto (PIB) nacional cayó 1,7% y el PIB de la construcción en 7,9%, mientras que los ingresos de explotación de **Ingevec** cayeron en un 37% respecto al año anterior.

Subordinación implícita de los bonos: La operatividad del negocio inmobiliario, que concentra el 61% de la deuda financiera de la compañía, implica que parte importante de los proyectos se financian con deuda que cuenta como garantía con las obras específicas, que se van liberando en la medida que se venden los bienes raíces (se libera la caución contra el pago)⁴. Dado ello, como recursos para el servicio de los bonos se dispone del diferencial entre los ingresos por venta y las obligaciones garantizadas; en caso de reducción de los márgenes, los primeros afectados serían los accionistas, en segundo lugar los bonos y, finalmente, los acreedores con garantías. Por otra parte, la costumbre comercial es que los mismos bancos reprograman los créditos en caso de caída en las ventas; mientras que en el caso de los bonos, existe menor flexibilidad, aumentando la probabilidad de *default*.

Dentro de este contexto, cabe agregar, que, como se dijo, el contrato de emisión de los bonos obliga a la compañía a que sobre el 80% de la deuda consolidada sea tomada directamente por la matriz.

Riesgo de presupuestación: La modalidad de contratación de proyectos en el sector construcción determina la existencia de este riesgo, asociado a incrementos no esperados en el costo de insumos, y que pueden significar una reducción en los márgenes de utilidad de la constructora, en la medida que los precios de venta de los proyectos no pueden ajustarse a la misma velocidad que el aumento de los costos, lo cual habría repercutido en los resultados de los períodos recientes.

⁴ En todo caso, según exigencia del contrato de emisión de bonos no más del 20% de la deuda pueda estar radicada en las filiales.

Antecedentes generales

Historia

La compañía se inició en 1983 y fue fundada por Enrique Besa, Francisco Vial y José Antonio Bustamante. En sus comienzos se especializó en la construcción de obras de edificación, principalmente casas particulares, posteriormente fue adquiriendo la experiencia necesaria para participar en proyectos de mayor envergadura.

En 1991, el negocio comenzó a ampliarse incluyendo en sus operaciones actividades inmobiliarias, es así como en 2001 se constituyó Progesta Fondo de Inversión Privado, administrado por Ingevec Progestión S.A. En 2005 la compañía se divide, constituyéndose "Inmobiliaria Ingevec S.A.", sociedad que agrupa los activos inmobiliarios habitacionales del grupo, y las participaciones en sociedades inmobiliarias, y "Constructora Ingevec S.A." que desarrolla el área de Ingeniería y Construcción.

En 2011 la compañía pasa a ser sociedad anónima abierta, en tanto que en marzo de 2012 se colocó en el mercado un total de 260 millones de acciones, equivalentes al 28,9% de la propiedad.

Propiedad y administración

El capital de la sociedad a mayo 2014 ascendía a 890.000.000 acciones suscritas y pagadas. La sociedad es controlada por ocho accionistas, quienes, a diciembre de 2014, poseían en conjunto un 72,66% de la propiedad.

El detalle de los accionistas a marzo de 2015 es el siguiente:

Nombre	% de propiedad
inversiones Los Cipreses Ltda.	20,16%
Inv y Asesorías Marara Ltda.	20,16%
Asesorías en Inversiones Santo Domingo Ltda.	19,99%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	9,90%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	5,37%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	4,74%
Asesorías en Inversiones La Aurora Ltda.	3,33%
Inversiones y Asesorías Proyecta Ltda.	2,39%
Inversiones y Asesorías Genesis Ltda.	2,35%
Asesorías en Inversiones Desarrollos del Maipo Ltda.	2,05%
Asesorías en Inversiones Los Lirios Ltda.	2,00%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,59%
Otros	5,97%
Total	100%

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

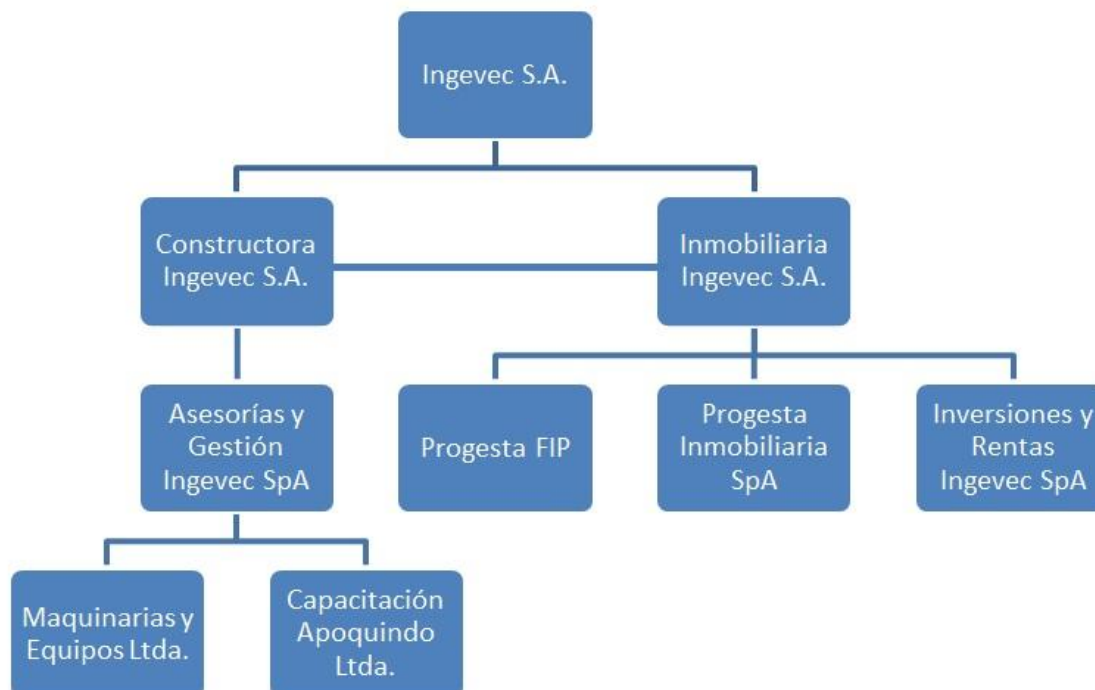
Nombre	Cargo
Enrique Besa Jocelyn-Holt	Presidente
Gustavo Alcalde Lemarie	Director
Francisco Vial Bezanilla	Director
José Antonio Bustamante Bezanilla	Director
Francisco Courbis Grez	Director
Ricardo Balocchi Huerta	Director
Juan Yáñez Cifuentes	Director

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Rodrigo González, gerente general, y conformada por seis ejecutivos, que se detallan a continuación:

Nombre	Cargo	Fecha de nombramiento
Rodrigo González Yutronic	Gerente General	05-12-2012
Gonzalo Sierralta Orezzoli	Gerente Construcción Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Aldo Balocchi Huerta	Gerente Comercial Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Enrique Dibarrart Urzúa	Gerente General Constructora Ingevec S.A.	02-03-2012
Jorge Zeltzer Faba	Gerente Inversiones y Rentas Spa	26-11-2010
Ricardo Balocchi Huerta	Gerente Inmobiliaria Ingevec S.A	25-03-2008
Cristián Palacios Yametti	Gerente Control y Gestión	25-07-2005

Estructura organizacional

El siguiente diagrama muestra la estructura de la sociedad:

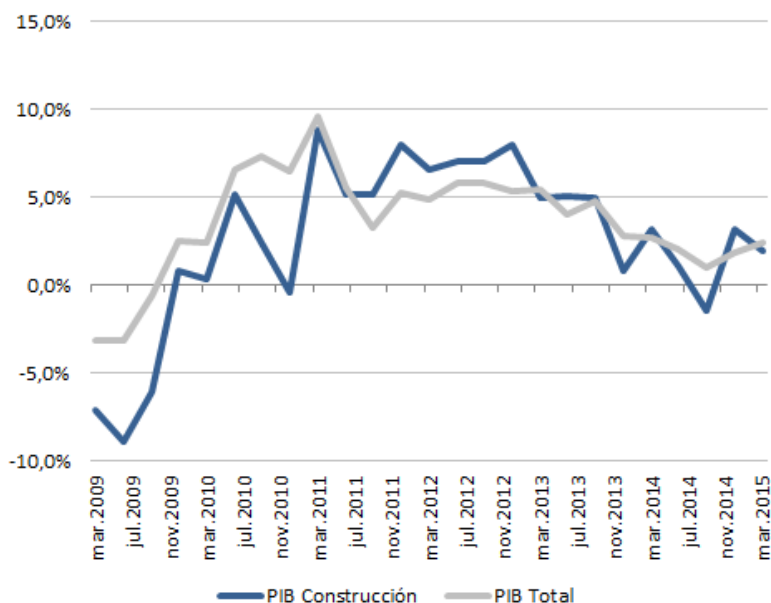


Descripción del negocio y antecedentes de la industria

El sector de la construcción es uno de los sectores de mayor relevancia de la economía chilena y representó un 7,3% del Producto Interno Bruto (PIB) del país durante 2014⁵. El rubro está estrechamente vinculado al desarrollo del país, y su nivel de actividad presenta oscilaciones más pronunciadas en comparación con el PIB total, tendiendo a ser pro cíclica, más sensible ante los períodos de expansión o de contracción de la economía, como se muestra en la Ilustración 1.

⁵ Fuente: Banco Central de Chile

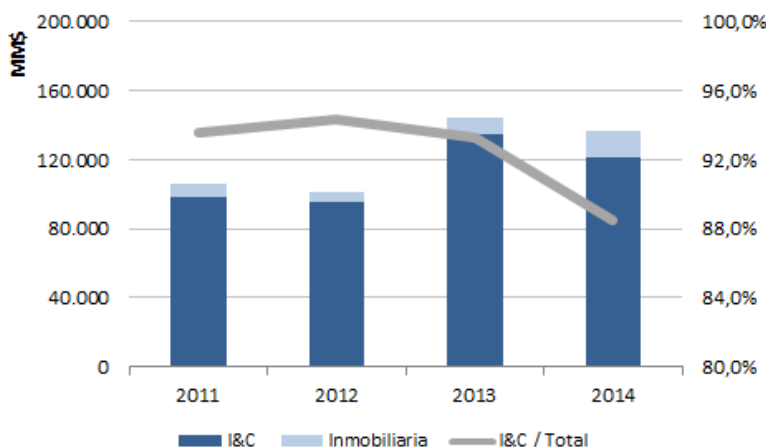
Ilustración 1
PIB Total y PIB Construcción
Variación porcentual anual (2009.T1-2015.T1)



Ingevec realiza sus operaciones a través de dos líneas de negocios: Ingeniería y Construcción e Inmobiliario, además cuenta con distintas filiales para complementar ambos negocios.

El área inmobiliaria ha representado un 7,6% de los ingresos durante los últimos cuatro años, en tanto que el segmento ingeniería y construcción ha representado un 92,4% de los ingresos totales. No obstante, la Ilustración 2 muestra que la relevancia de este segmento ha caído levemente en los últimos ejercicios.

Ilustración 2
Descomposición Ingresos INGEVEC 2011-2014



La descripción de cada segmento se resume a continuación:

Ingeniería y construcción

Desarrollada principalmente por Constructora Ingevec, la cual actúa como contratista de terceros, contratista de empresas relacionadas o a través de consorcios con otras compañías. Los proyectos se adjudican a través de licitaciones y corresponden principalmente a edificios habitacionales, viviendas, obras comerciales e industriales. Los ingresos provenientes de este segmento han tenido una tendencia creciente, a excepción de 2009 y 2010, cuando producto de la crisis financiera del segundo semestre de 2008, las ventas disminuyeron de manera importante (hasta 37% en 2009). Con todo, como se dijo más arriba, este segmento da cuenta de más del 90% de los ingresos de la compañía.

Dentro de este negocio se encuentra un área de estudio de propuestas que tiene como finalidad estimar de manera eficiente y precisa los costos involucrados en cada proyecto, a modo de ofrecer al mandante una propuesta con precios competitivos minimizando el riesgo de presupuestación. Sin perjuicio de las medidas de control utilizadas, durante los últimos ejercicios, se ha materializado este tipo de riesgo, debido a incrementos de los costos y caídas de la productividad de la mano de obra.

En término de mandantes, el 89% de las ventas de 2014 provinieron de construcción para terceros, mientras que el 11% correspondía a construcción para relacionados. Como se mencionara anteriormente, los mandantes se encuentran atomizados; en efecto, actualmente la compañía ejecuta alrededor de 44 proyectos, para 29 mandantes diferentes.

Un punto relevante en el manejo de costos de la compañía dice relación con los insumos utilizados, para esto, y como política de la compañía, los insumos se negocian a nivel central fijándose los precios de los insumos al inicio de la obra. Asimismo, aun cuando la contratación de los insumos se realiza por cada obra, se busca mantener una relación comercial de largo plazo con los proveedores.

Desarrollo inmobiliario habitacional

Área desarrollada por Inmobiliaria Ingevec, donde se lleva a cabo la gestión de proyectos habitacionales de forma directa o en asociación con otras compañías del rubro. Las tareas de esta área de negocios implican la coordinación y contratación de especialistas, adquisición de terrenos, gestiones legales con municipalidades y organismos públicos a través de la obtención de permisos.

Los proyectos inmobiliarios pueden ser de desarrollo propio o en proyectos de terceros, en este último caso, la compañía participa como socio inversionista y constructor a través de su filial Constructora Ingevec. A diciembre 2014 las ventas por participación en este tipo de proyectos ascendieron a \$ 15.714 millones.

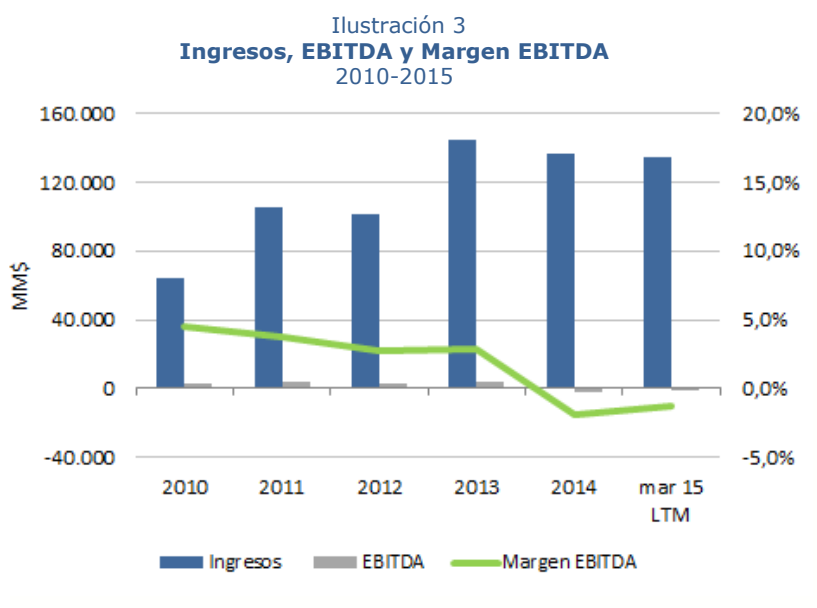
Actualmente Inmobiliaria Ingevec cuenta con 50 proyectos incluyendo habitacionales, comerciales, entre otros, de los cuales 14 están en construcción, 26 en gestiones previas a la construcción y 10 en escrituración. Con respecto a la ubicación, casi el 10% de los proyectos se encuentran en la región metropolitana, y los precios de venta del 30% de los proyectos se encuentran en el tramo entre 1.000 y 2.000 U.F.

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Ingevec** desde 2010 hasta marzo 2015⁶,

Evolución ingresos, resultados y EBITDA

En el período 2010-2013 los ingresos presentaron una tendencia creciente; pero, posteriormente, exhiben una leve tendencia a la baja, como se aprecia en la Ilustración 3. Por su parte, el margen EBITDA muestra persistentemente una evolución decreciente en el período 2010-2014, registrando finalmente un valor negativo de 1,9%. En el año móvil finalizado en marzo de 2015 este indicador muestra una leve recuperación, alcanzando a -1,3%, principalmente por el incremento del valor de la mano de obra y caídas en su productividad (en términos trimestrales, durante el primer cuarto del año, el margen EBITDA alcanzó 4,3%).



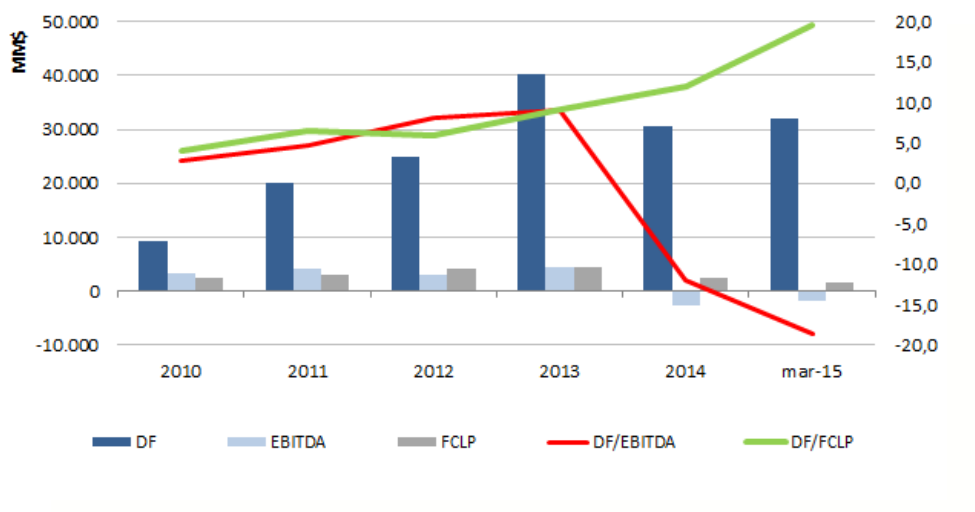
Endeudamiento

En el período 2010-2013 la razón de endeudamiento –medida como deuda financiera sobre EBITDA– se incrementó debido al aumento sostenido de la deuda financiera, en tanto el EBITDA no presentó la misma tasa de crecimiento. Incluso, con posterioridad, los registros negativos de EBITDA han significado que la razón deuda financiera/EBITDA se haya situado en valores inferiores a cero. El indicador deuda financiera sobre FCLP^{7 8} muestra una trayectoria creciente en todo el período analizado, situándose, a marzo de 2015, en un valor cercano a las 20 veces, como se aprecia en la Ilustración 4.

⁶ Los valores a marzo 2014 se muestran como año móvil, desde abril de 2013 a marzo 2014.

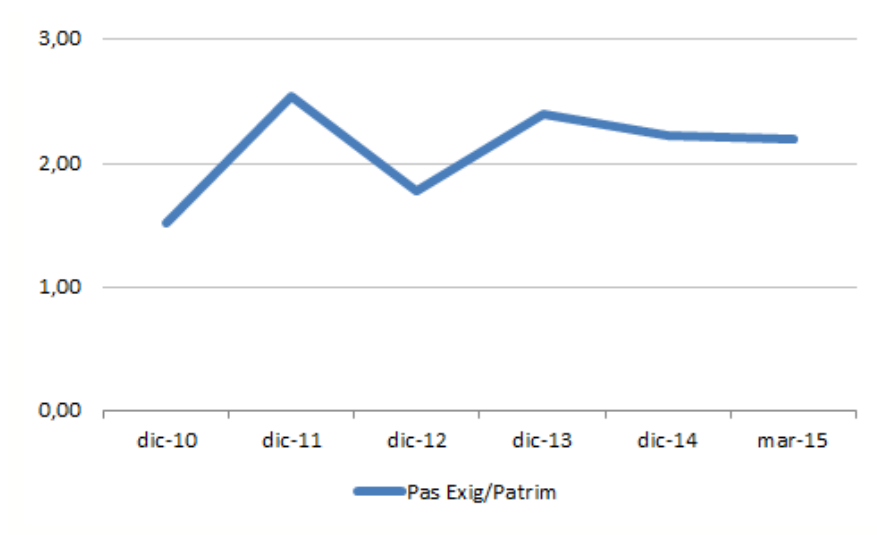
⁷ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
2010-2014



En tanto, en las últimas observaciones, la relación pasivo exigible sobre patrimonio –que es intensiva en esta industria- se ha mantenido en torno a 2,2 veces. Cabe señalar, además, que los niveles de endeudamiento se ven influidos por la proporción que representen en cada momento las obras de inmobiliarias, línea de negocio que hace uso de un mayor apalancamiento que ingeniería y construcción (ver Ilustración 5).

Ilustración 5
Evolución del Endeudamiento

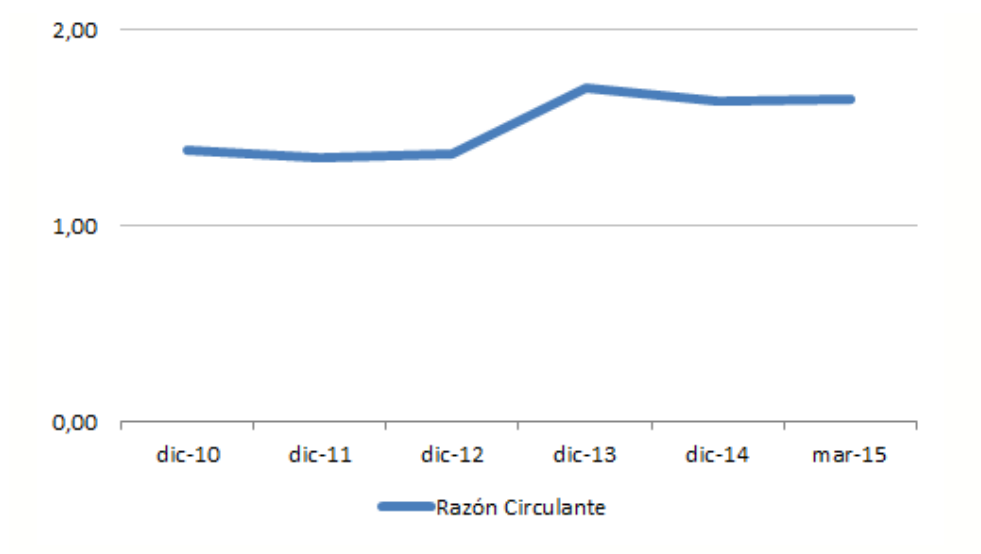


⁸ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2015.

Liquidez

Luego de la emisión del bono en 2013, debido a que una de sus finalidades era disponer de un adecuado nivel de capital de trabajo, la liquidez se ha estabilizado en niveles en torno a 1,6 veces, como se aprecia en la Ilustración 6.

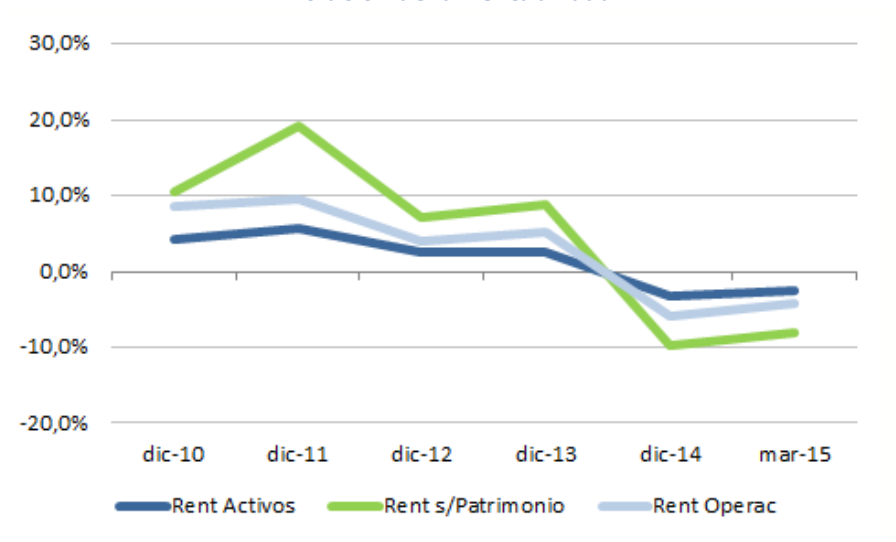
Ilustración 6
Evolución de la Liquidez



Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad de la compañía, tanto operacional, del patrimonio, como de los activos, ha mostrado, una tendencia decreciente a partir del punto máximo registrado en 2011. Esta caída se debe al efecto sobre los resultados de la compañía del alza en los costos de la mano de obra y caída en su productividad, entre otros factores; así como desviaciones entre los costos presupuestados y los reales. Con todo, se aprecia que, a marzo de 2015, las diferentes medidas de rentabilidad muestran un leve incremento respecto a los valores mínimos exhibidos en diciembre de 2014 (ver Ilustración 7).

Ilustración 7
Evolución de la Rentabilidad



Características de la línea de bonos

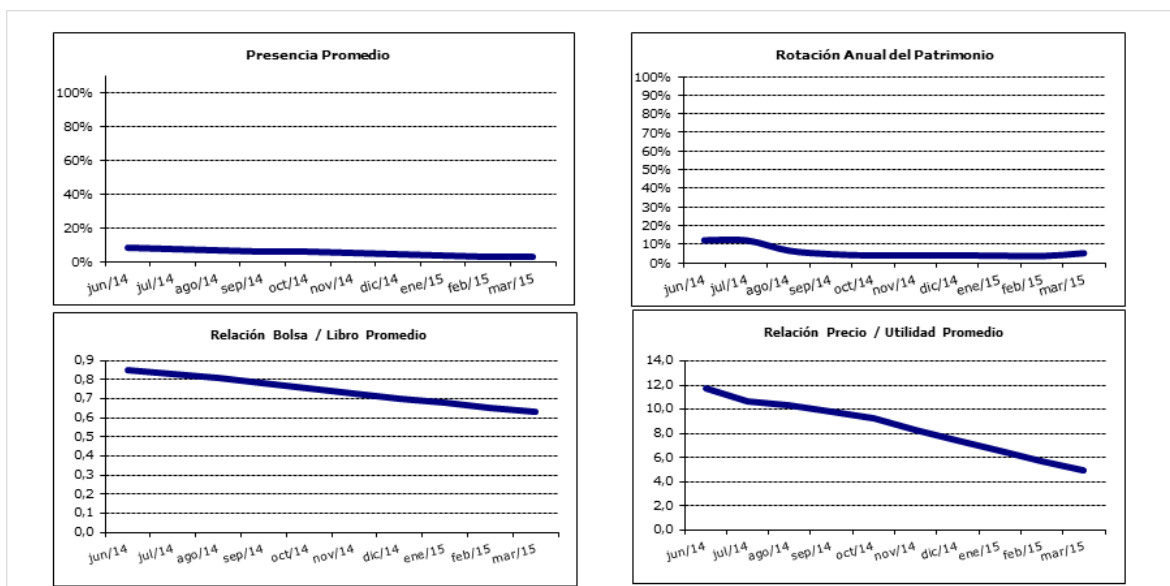
Las características de la línea de bonos inscrita por **Ingevec** a marzo de 2015 son:

Características de la línea de bonos	
Monto máximo	UF 1.000.000
Moneda de emisión	Unidades de Fomento / Pesos Nominales
Plazo vencimiento	10 años

Covenants financieros		
Líneas de bonos		Valor Marzo 2015
Nivel de endeudamiento financiero neto	Menor o igual a 2,0 veces	0,94
Endeudamiento financiero neto atribuible a filiales cuyos estados financieros se consolidan con los del emisor y endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios	Menor o igual a 20% del nivel de endeudamiento financiero neto	-9,72%
Patrimonio mínimo	Mayor o igual a UF 800.000	Patrimonio equivalente a UF 1.016.968
Garantías reales	Menor o igual a 5% de los activos totales	0%
Cuenta de reserva de servicio a la deuda	10% del monto colocado mantenido en inversiones permitidas (DPF en \$ o UF con bancos locales con clasificación de riesgo elevada)	UF 100.000

Desempeño bursátil de la acción

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro. Se aprecia que la presencia promedio se ha reducido, hasta alcanzar un 2,5% a marzo de 2015.



"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 éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros 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."