



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Echeverria, Izquierdo S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Benjamín Espinosa R.

Carlos García B.

benjamin.espinosa@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA

Septiembre 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos
Tendencia

BBB+
Estable

EEFF base

30 de junio de 2021¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos
Serie A (BEISA-A)

N° 918 de 14.11.2018
Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Ingresos de activ. ordinarias	286.356.048	314.637.803	342.282.650	309.301.680	318.478.603	194.424.048
Costo de ventas	-250.447.897	-295.326.598	-303.246.530	-259.503.990	-287.999.604	-174.405.906
Gastos de adm. y distr.	-24.303.237	-25.719.951	-27.044.314	-28.315.621	-23.967.713	-11.583.453
Resultado operacional²	15.735.653	-2.537.547	12.984.887	23.715.894	12.243.930	8.651.414
Costos financieros	-2.740.977	-2.975.833	-4.092.477	-4.243.933	-4.226.092	-2.372.192
Utilidad del ejercicio	13.112.732	-2.409.100	10.128.566	13.687.943	5.807.114	3.598.639
EBITDA	23.823.575	3.895.720	23.610.906	32.559.364	22.740.663	15.116.126

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Activos corrientes	154.143.631	204.261.448	190.722.990	242.650.204	253.082.122	293.962.019
Activos no corrientes	95.369.713	97.486.359	86.650.209	164.173.194	144.404.438	141.827.673
Total activos	249.513.344	301.747.807	277.373.199	406.823.398	397.486.560	435.789.692
Pasivos corrientes	112.937.275	163.646.875	133.699.529	189.109.076	189.784.739	233.582.255
Pasivos no corrientes	17.457.537	23.750.226	30.321.985	90.783.278	78.166.319	69.802.392
Patrimonio total	119.118.532	114.350.706	113.351.685	126.931.044	129.535.502	132.405.045
Total patrimonio y pasivos	249.513.344	301.747.807	277.373.199	406.823.398	397.486.560	435.789.692
Deuda financiera ³	35.387.536	70.245.065	65.314.781	138.966.635	154.673.098	171.440.049

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2021 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Corresponde a ingresos de actividades ordinarias - costo de ventas - gastos de distribución y administración + otros ingresos - otros gastos.

³ Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega la cuenta de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Echeverría, Izquierdo S.A. (en adelante **EISA**) es una compañía de ingeniería, construcción e inmobiliaria con una trayectoria de más de 40 años de experiencia, siendo sus principales accionistas las familias Echeverría e Izquierdo con un 69,9% de la propiedad. La compañía, además de Chile, cuenta con negocios en Perú, Argentina y Bolivia.

Durante el primer semestre del 2021 la empresa tuvo ingresos por \$ 194.424 millones y un EBITDA de \$ 15.116 millones; una deuda financiera de \$ 171.440 millones y un patrimonio por \$ 132.405. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios corrientes por \$ 75.626 millones.

La clasificación ha sido otorgada considerando que la empresa presenta una relación de Deuda Financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP⁴) de 8,5 veces y un inventario corriente correspondiente al negocio inmobiliario de \$ 56.453 millones, de los cuales el 1,4% corresponde a viviendas terminadas.

La clasificación de bonos de **EISA** 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, todo ello avalado por sus más de 40 años de experiencia que implica haber enfrentado períodos recesivos, como los provocados por la "crisis asiática" y la "crisis *subprime*".

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a junio de 2021 ascienden a 15 proyectos inmobiliarios, distribuidos tanto en Chile como en Perú y además de 115 proyectos correspondientes al segmento de ingeniería y construcción, distribuidos en diversos sectores económicos, contando con 80 mandantes. A juicio de la clasificadora, la atomización de su cartera de proyectos es un elemento positivo dada la menor exposición ante algún proyecto en particular o algún mandante determinado. Adicionalmente, se valora positivamente la buena calidad crediticia de los mandantes, conformada esencialmente por organismos del Estado, empresas estatales y/o sociedades de elevada solvencia.

Asimismo, la clasificación de riesgo valora positivamente el dinamismo mostrado por la empresa, lo cual se refleja, entre otros aspectos, en el incremento de sus ingresos que variaron desde \$ 211.297 millones a \$ 318.478 millones, entre los años 2015 y el año 2020. Desde otra perspectiva, se puede mencionar que el *backlog* aumentó de \$ 169 mil millones en 2014 a \$ 489 mil millones en junio 2021, presentando valores históricos, cabe mencionar que a diciembre de 2020 la compañía presentaba un *backlog* de \$ 472 mil millones.

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. 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; situación que, en todo caso, no se ha visto reflejada en

⁴ 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.

el emisor. Con todo, se reconoce que, dentro de su industria, el modelo de negocio de la compañía es comparativamente menos sensible a los ciclos de contracción económica en relación con otras empresas del rubro.

También la clasificación toma en consideración que para junio 2021 el 40,7% de la deuda financiera de **EISA** está asociada a los negocios de desarrollo inmobiliario, un 33,4% de ingeniería y construcción, un 25,9% corresponde a deuda de la matriz. Con respecto a cómo se compone la deuda financiera el 56,9% corresponde a préstamos bancarios, seguido por obligaciones con el público con un 23,3%, el resto corresponde a obligaciones con *factoring*, arrendamiento financiero, cartas de crédito y *cross currency*, independiente de cómo 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), en los hechos, asumen el carácter de subordinado a las acreencias bancarias. Desde esta perspectiva, los acreedores de la sociedad no presentan la misma pérdida esperada.

La clasificación en "*Categoría BBB+*" refleja que la empresa, pese a operar en una industria con elevada sensibilidad a los ciclos económicos y fuertemente impactada por la pandemia, tiene adecuada capacidad para administrar las crisis, factor demostrable en los hechos, sin perjuicio a lo anterior sus resultados financieros se han visto resentidos y se ha observado un crecimiento de su deuda financiera durante la crisis sanitaria. No obstante, el mayor endeudamiento, en parte responde a fortalecer la posición de liquidez en la crisis sanitaria, lo cual se reforzó con líneas de crédito.

La tendencia de clasificación se califica "*Estable*", puesto que no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la evaluación de riesgo.

Para mantener la clasificación de riesgo en la categoría actual es necesario que no se siga incrementando el valor de la deuda financiera mientras no se evidencien cambios relevantes en el volumen de sus operaciones y un crecimiento en los flujos recibidos por la compañía, ya que de lo contrario su índice de endeudamiento podría verse afectado y repercutir en la clasificación.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Atomización de proyectos.

Fortalezas complementarias

- Mayor estabilidad de los flujos del negocio de construcción.
- Diversidad de proyectos en ejecución.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés (riesgo permanente de alto impacto).
- Riesgo político y regulatorio.
- Riesgo de iliquidez de mandantes de los proyectos (bajo impacto por la calidad de los mandantes o la necesidad de los acreedores que las garantías sean finalizadas y vendidas, en el caso de negocio inmobiliario).
- Riesgo de presupuestación (riesgo susceptible de ser administrado y acotado, pero no exento de efectos severos, como se ha probado en la práctica).
- Disponibilidad de terrenos

Hechos recientes

Resultados a junio 2021

Durante los seis primeros meses de 2021, los ingresos totales de **EISA** llegaron a \$ 194.424 millones, aumentando un 31,7% respecto del primer semestre de 2020, esto producto de un incremento de un 40,5% de los ingresos en el segmento Servicios y Construcción Industrial y un alza de 26,9% en el segmento de Edificación y Obras Civiles, lo que compensó la caída producida en la unidad de desarrollo inmobiliario en un 26,9%. En cuanto a los costos de ventas estos presentan un alza de un 26,3% finalizando el periodo en \$ 174.406 millones, explicados principalmente por la mayor actividad del segmento Servicios y Construcción Industrial que tuvo aumentos de 37,9% en los costos; por su parte, ingeniería y Construcción incrementó en un 28,4% sus costos de venta, al contrario del Desarrollo Inmobiliario, que presentó bajas de un 7,6%. Producto de lo anterior el EBITDA de la compañía a junio de 2021 fue de \$ 15.116 millones siendo un 67,1% superior al compararse con junio 2020.

El resultado del ejercicio de la compañía durante los seis primeros meses del 2021 fue de \$ 3.598 millones, un aumento de 69,8% con respecto al primer semestre de 2020. La compañía además a junio de 2021 presenta una deuda financiera por \$ 171.440 millones y un patrimonio por \$ 132.405 millones.

Definición de categoría 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.

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Vasta experiencia en sector: La compañía posee más de 40 años de experiencia en el mercado, desarrollando, a través de sus filiales, una gran cantidad y diversidad de proyectos. Entre sus obras más destacadas en el último tiempo se cuentan el *upgrade* de los precipitadores electrostáticos de la caldera recuperadora en dos plantas de Celulosa Arauco, la ampliación de la planta de efluentes de CMPC, junto con otros proyectos del sector minero relacionadas con construcción y montaje. Actualmente se encuentra realizando uno de los proyectos más emblemático de la compañía que corresponde al proyecto MAPA de celulosa Arauco y Constitución.

Diversificación de proyectos: La compañía tiene como política mantener un número significativo de proyectos, lo cual se refleja en el hecho que actualmente está desarrollando 15 obras inmobiliarias y 115 proyectos de ingeniería y construcción en diversas regiones del país. Además de poseer negocios en Perú, Argentina y Bolivia, junto con proyectos en desarrollo del área de mantención industrial en Brasil y Colombia. Cabe mencionar que la compañía en el año 2019 inicio el proyecto de MAPA, el cual para junio 2021 representa aproximadamente el 33% de los ingresos de la empresa, lo cual, sin eliminar la fortaleza asociada a la diversificación, le resta el peso que se le asignaba anteriormente.

Diversificación de mandantes: Siguiendo la política de riesgo de la compañía, **EISA** diversifica los mandantes con los que opera. Actualmente presenta 80 mandantes lo que le permite tener una menor concentración entre mandantes y proyectos en ejecución. Con ello reduce su exposición a incumplimientos de las contrapartes (además de los mitigantes habituales exigidos en este tipo de operaciones).

Reputación en el mercado: La empresa dispone de una amplia reputación en el mercado, lo cual ha permitido que la cartera de proyectos contemple un número no menor de los cuales la compañía ha sido convidada a participar, atenuando, por tanto, la necesidad de competir exclusivamente vía precios con empresas que operan en el mismo mercado. La reputación de la compañía se refrenda en la calidad de sus mandantes. Lo anterior se refuerza con el aumento progresivo del *backlog* de la compañía donde entre 2015- junio 2021 ha aumentado un 53,6%, lo que demuestra la capacidad de la empresa para ganar licitaciones de proyectos.

Estabilidad de flujos en área construcción: Los ingresos del segmento de construcción, que componen el 89,6% del total para diciembre 2020, presentan una menor volatilidad en comparación con el segmento inmobiliario, esto debido a la existencia de contratos y a la manera en que se negocian con los diversos mandantes, lo que permite fijar las condiciones asegurando la recepción de estos sujetos al cumplimiento del acuerdo y al avance de las etapas constructivas de los proyectos.

Factores de riesgo

Sensibilidad a los ciclos económicos y a la tasa de interés: Las unidades de negocios de desarrollo inmobiliario e ingeniería y construcción son altamente sensibles a los cambios en las variables económicas y sus ciclos. Específicamente, el área de ingeniería y construcción es afectada por la dependencia que tiene de las inversiones, las que al mismo tiempo dependen del ciclo económico y de las condiciones de financiamiento disponibles; y, por otro lado, de eventuales cambios significativos en: las tasas de interés, facilidades y costos de financiamiento, o alteraciones de las expectativas económicas y empleo. La unidad de Desarrollo Inmobiliario podría experimentar cambios significativos por variaciones en la demanda de unidades del segmento objetivo.

El riesgo de tasa de interés se manifiesta por las variaciones que puede experimentar, lo que tiene efecto directo sobre los activos y pasivos de la compañía. Estas variaciones pueden impactar las condiciones de financiamiento tanto de clientes (consumidores finales del negocio inmobiliario o inversionistas del rubro ingeniería y construcción) como de la compañía que debe financiar sus proyectos (especialmente inmobiliarios), propiedades, planta y equipo y otras necesidades de inversión.

Riesgo político y regulatorio: Cuando las autoridades deciden realizar cambios en el marco jurídico es posible que ocurra la postergación o aceleración de las inversiones de ciertos sectores económicos. Este comportamiento es común en la unidad de ingeniería y construcción pues estos cambios involucran modificaciones de leyes ambientales, tributarias, de inversión y de competencia, las cuales son críticas al considerar la factibilidad económica de los proyectos.

Asimismo, el rubro inmobiliario también es afectado por cambios políticos y regulatorios, ya que su actividad depende de los planos reguladores, leyes tributarias, exigencias ambientales, permisos y licencias de construcción. Toda modificación podría afectar la factibilidad y rentabilidad de los proyectos por lo cual no se puede obviar su consideración.

Ayuda a mitigar estos riesgos el que la compañía presente de diversificación tanto en sus áreas de negocio como en los distintos mercados en que se desenvuelve, incluyendo otros países de Sudamérica.

Disponibilidad de terrenos: En la unidad de Desarrollo Inmobiliario la disponibilidad de terrenos para desarrollar proyectos es uno de los puntos fundamentales y críticos del negocio. En la actualidad la sociedad mantiene tres terrenos a su disposición (considerando terrenos disponibles en Chile y Perú). **EISA** evalúa de manera continua sus inventarios, los requerimientos de terrenos y los potenciales negocios. En la actualidad existe un interés en aumentar el número de terrenos para desarrollos inmobiliarios.

Riesgo de liquidez: La ejecución de las obras implica el pago de las mismas de acuerdo a su grado de avance, siendo cubierto los descargos de plazos, usualmente vía financiamiento bancario. Bajo este contexto, la empresa se expone a incumplimientos o atraso por parte de los mandantes. Con todo, este riesgo se ve atenuado por la calidad crediticia de los mandantes y, de acuerdo a lo informado por **EISA**, posee una estrategia orientada a protegerse de manera activa definiendo políticas de bajo endeudamiento para sus operaciones, proyecciones de

crecimiento a riesgo controlado y un manejo del flujo de caja independiente para cada empresa, provenientes de sus propias operaciones y fuentes de financiamiento interno, así como de préstamos bancarios y operaciones de *factoring*. Por otra parte, el negocio inmobiliario puede ver afectada su liquidez por bajas significativas en la velocidad de ventas de las viviendas. A junio de 2021, la empresa mantiene en efectivo disponible equivalente al 34,9% de su deuda financiera de corto plazo y del 23,2% de la deuda financiera total.

Riesgo de presupuestación: La modalidad de contratación de proyectos en el sector construcción determina la existencia de este riesgo (precio se acuerda con antelación a la ejecución de la obra), 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 del año 2017.

Antecedentes generales

La compañía

EISA fue fundada 1978 como una empresa constructora para realizar pequeñas remodelaciones, reparaciones y obras menores. Luego en la década de los 80` la empresa comienza a realizar proyectos de edificación en altura, en el año 1996 inicia se operaciones de Desarrollo Inmobiliario, para luego en 2008 comenzar a participar en concesiones de infraestructuras y finalmente en 2013 culminar con la creación de una unidad de Obras Civiles.

En la actualidad la empresa tiene negocios en Chile, Argentina, Bolivia y Perú y se encuentra en la etapa de desarrollo para mantención industrial en Brasil y Colombia.

Actualmente, la empresa opera en dos segmentos el Inmobiliario, y el segmento de Ingeniería y Construcción, cabe mencionar que el segundo se subdivide en Edificación y Obras civiles y Servicios y Construcción industrial.

La estructura organizacional de **EISA** se compone de la siguiente forma:

ESTRUCTURA SOCIETARIA

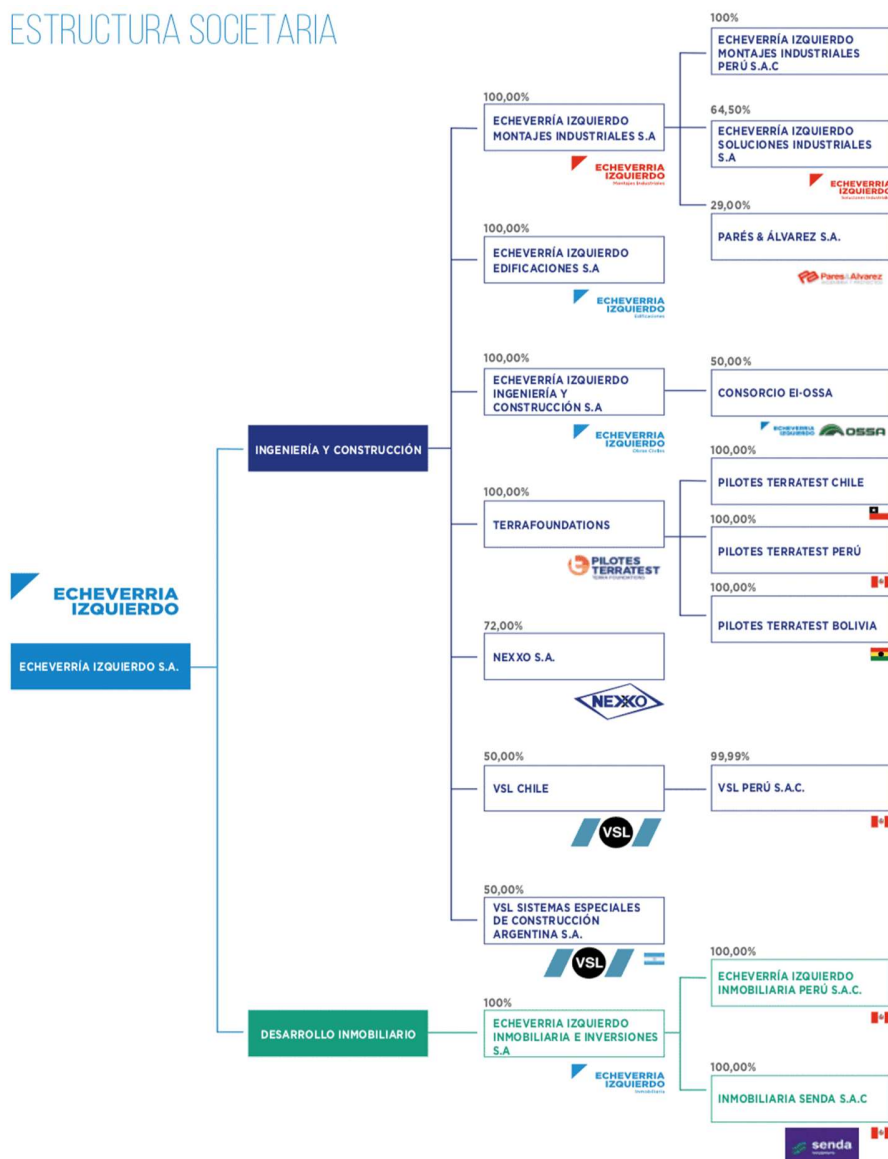


Ilustración 1: Estructura corporativa EISA⁵

Composición de los flujos

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

La distribución de los ingresos a junio de 2021 proviene, aproximadamente, en un 95,5% (ingresos sin anualizar) del segmento de Ingeniería y construcción, en tanto el segmento inmobiliario representa cerca del 4,4%. La Ilustración 2 muestra la distribución de ingresos desde el ejercicio de 2014.

⁵ Extraído de la página web de **EISA** y de la memoria 2020.

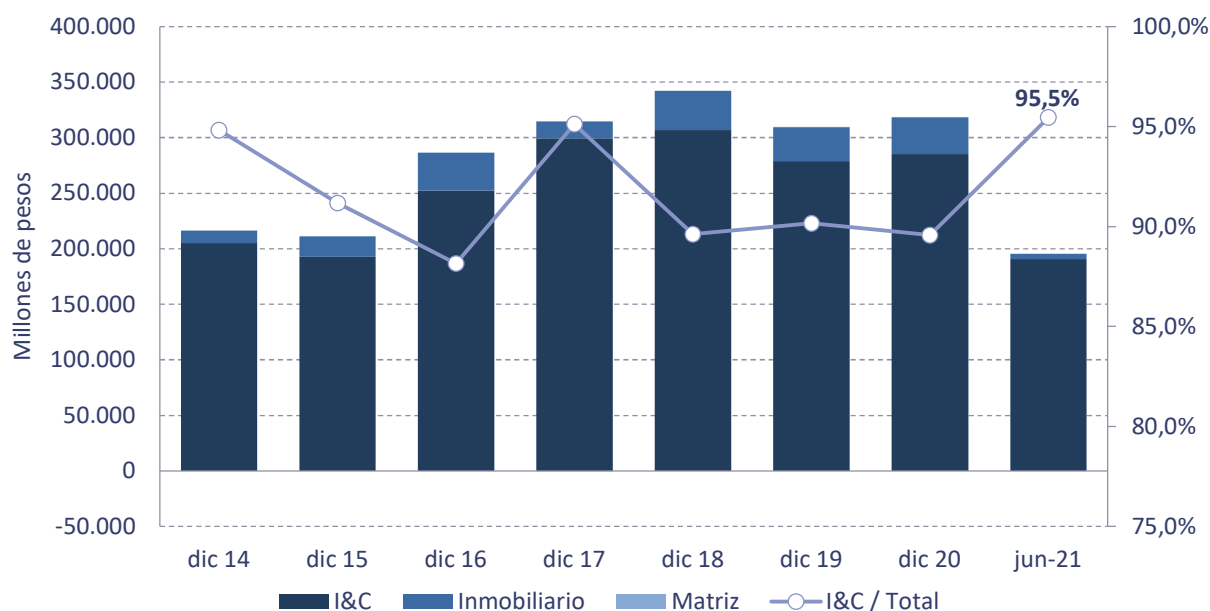


Ilustración 2: Distribución de los ingresos (2014-junio 2021)

Líneas de negocio

ingeniería y construcción

Es el segmento que aporta mayor porcentaje a los ingresos de **EISA** y está subdividido en Montajes Industriales y en Edificación y Obras Civiles. Como se muestra en la Ilustración 3, Montajes industriales representa en promedio desde 2015 a junio de 2021 un 66,9% de los ingresos de este segmento, a junio de 2021, sin anualizar, este porcentaje llega a 75,1%.

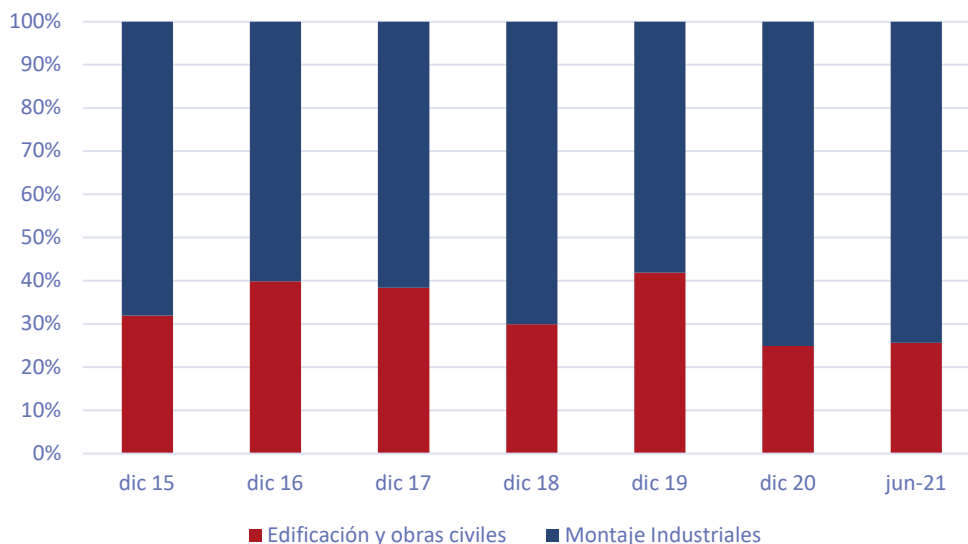


Ilustración 3: Distribución de los ingresos segmento ingeniería y Construcción (2015-junio 2021)

a) Montajes industriales

Empresa con presencia en los sectores de minería, energía, petroquímica, siderúrgica, cemento y celulosa, logrando posicionarse como uno de los actores relevantes del país. Dentro de las principales obras ejecutadas a lo largo el tiempo destacan las realizadas en los terminales de GNL, centrales térmicas a carbón y gas, plantas de celulosa, planta de cristalería, planta de cemento, planta pellets, obras civiles y montajes electromecánico de proyectos mineros de cobre y oro, estanques de LPG, plantas de FGD y mantenimiento de las plantas térmicas, entre otras.

Dentro de esta área de negocio, **EISA** opera a través de cuatro empresas:

- **Nexxo:** Dedicada al mantenimiento de sistemas electromecánico e industriales, limpiezas químicas y mecánicas.
- **Echeverría Izquierdo Montajes Industriales:** especialistas en montaje de grandes estructuras en el sector industrial.
- **Echeverría Izquierdo Soluciones Industriales:** Su función es otorgar soluciones integrales mediante proyectos EPC.
- **Pares y Alvares:** Empresa asociada, especializada en brindar servicios de ingeniería, ya sean estudios conceptuales, ingeniería de detalle, gestión y provisión de plantas y proyectos.

Como se puede ver en la ilustración 4, los ingresos a junio de 2021 llegaron a \$ 137.864 millones lo que represento un aumento de un 41% con respecto al mismo periodo del año anterior, esto producto de nuevos proyectos iniciados. En cuanto a la relación margen bruto sobre ingresos se puede apreciar una mejora, disminuyendo estos con respecto a las ventas, sin embargo, en la relación GAV sobre ingresos se aprecia un aumento llegando a 13% a junio 2021.

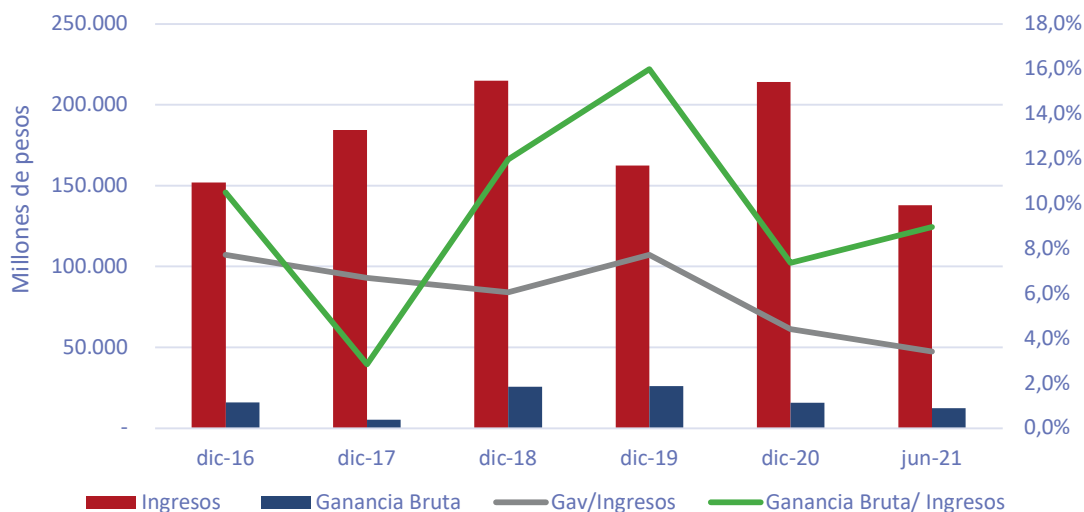


Ilustración 4: Evolución ingresos, ganancia bruta y márgenes, Montaje Industriales (2016-junio2021)

b) Edificación y obras civiles

Se opera por medio de una filial que tiene por finalidad construir proyectos de edificación, ya sean oficinas, habitacional (casas y departamentos), hoteles, proyectos hospitalarios o proyectos de infraestructura públicos o privados. Dentro de esta unidad de negocio se incluyen proyectos de distintos grados de complejidad, asociados a centros comerciales, hoteles, estacionamientos subterráneos, universidades, hospitales y obras aeroportuarias, entre otros.

Al día de hoy, la empresa cuenta con las certificaciones ISO 9.001, ISO 45.001 y OHSAS 18.001, reflejando el énfasis en la calidad operacional de los proyectos y el cuidado en la seguridad y salud de sus trabajadores.

Dentro de este negocio, **EISA** cuenta con cuatro filiales siendo estas:

- **Echeverría Izquierdo Obras Civiles:** Dedicada a la construcción de obras civiles y obras especiales.
- **Echeverría Izquierdo Edificaciones:** Enfocada en la construcción de edificaciones habitacionales y no habitacionales.
- **Pilotes Terratest:** Dedicada a la construcción e instalación de fundaciones especiales y remediación de suelos.
- **VSL:** Empresa asociada, enfocada en otorgar soluciones integrales de ingeniería y construcción.

EISA, en su área de Obras Civiles, está orientada a la ejecución de proyectos de mediana a gran envergadura para diferentes clientes, tanto públicos como privados, desarrollando sus servicios en las industrias de infraestructura (pública o privada), energía y minería, y participando en obras como: puentes, obras hidráulicas, caminos, embalses, túneles mineros y carreteros, parques eólicos y centrales de paso.

Como se ve en la ilustración 5 a junio de 2021 el segmento de Edificación y Obras Civiles, generó ingresos por \$ 47.485, lo cual es un 26,9% superior a la misma fecha de 2020, año impactado por la pandemia. En cuanto al margen bruto, que también se vio impactado producto de la baja en ventas y aumentos en los costos debido a las acciones que ha tomado la compañía para prevenir contagios del Covid-19.

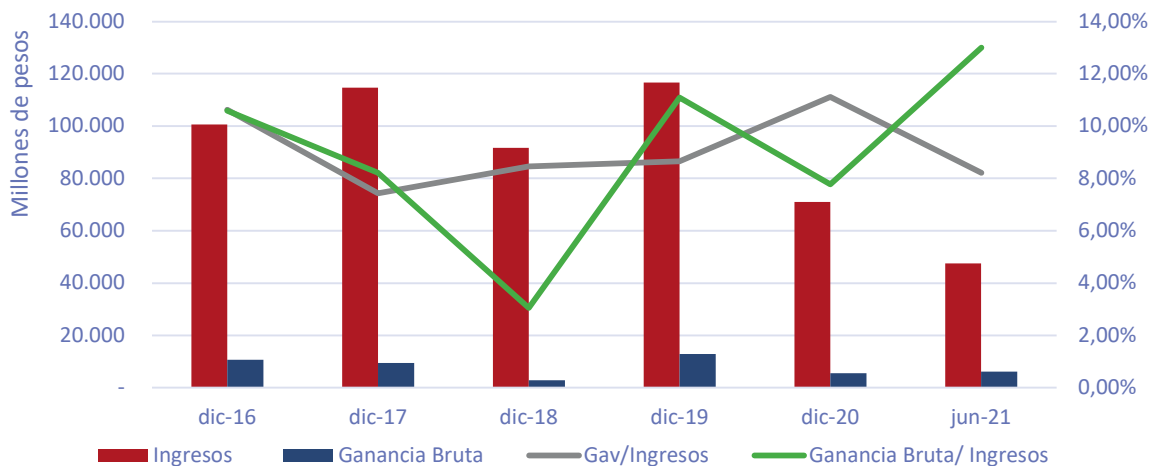


Ilustración 5: Evolución ingresos, ganancia bruta y márgenes, Edificación y Obras civiles (2016-junio 2021)

Desarrollo inmobiliario

Se fundó formalmente en el año 1996; si bien sus primeros pasos fueron como sociedad de inversión, hoy día cuenta con un equipo de aproximadamente 54 personas, sumando sus colaboradores en Chile y su filial en Perú, administrando directamente la mayoría de los proyectos en los que participa. A través del tiempo, la inmobiliaria se ha enfocado a mejorar sus márgenes por medio del *know how* adquirido en el desarrollo, gestión y venta de proyectos de vivienda de entre UF 1.800 y UF 10.000, además de aprovechar la integración vertical con otras filiales del grupo como Edificaciones y Pilotes Terratest.

Paralelamente, y como parte de su política de diversificación, Echeverría Izquierdo Inmobiliaria también participa en proyectos inmobiliarios de oficinas y comercio en los principales mercados del país, así como la ya mencionada expansión de sus operaciones en Lima, Perú, desde 2014.

Desde su creación, Echeverría Izquierdo Inmobiliaria ha participado en más de 80 proyectos, con un total de más de 10.000 unidades construidas, actualmente se encuentra con participación en más de 25 proyectos de manera simultánea.

Como se observa en la ilustración 6 a junio de 2021 el segmento inmobiliario presentó ingresos por \$ 8.823 millones, lo cual representa una disminución de un 26,9%, en cuanto GAV sobre ingresos este llegó a 23,6% y el margen bruto llegó a 19,5%.

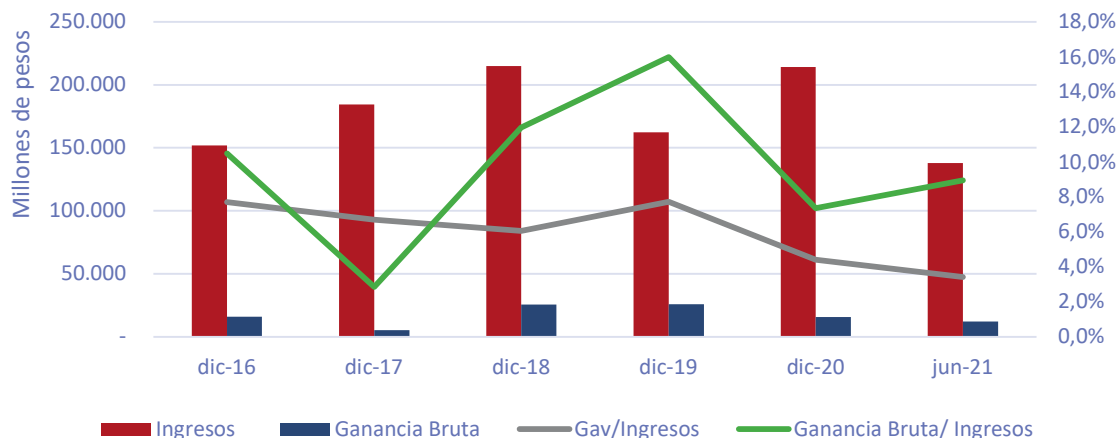


Ilustración 6: Evolución ingresos, ganancia bruta y márgenes, Desarrollo Inmobiliario (2016-junio 2021)

Antecedentes de actividad

A junio de 2021, el *backlog* de **EISA** llegó a los \$ 489.063 millones, desde el año 2019 y lo que va del 2021 la compañía ha tenido niveles históricos de *backlog*, en parte por nuevos proyectos y paralizaciones en plantas durante el 2020 que generó un retraso de ciertos proyectos para 2021. En cuanto a la distribución del *backlog* para junio 2021, el 51,1% corresponde a proyectos industriales, mientras que el 48,9% restante corresponde a proyectos de edificación y obras civiles. Cabe señalar, que la cifra señalada anteriormente considera tanto el saldo por ejecutar de aquellos contratos abordados directamente como la prorrata de aquellos en los cuales la compañía tiene participación.

A continuación, se presenta la evolución del *backlog* del segmento de ingeniería y construcción de **EISA**.

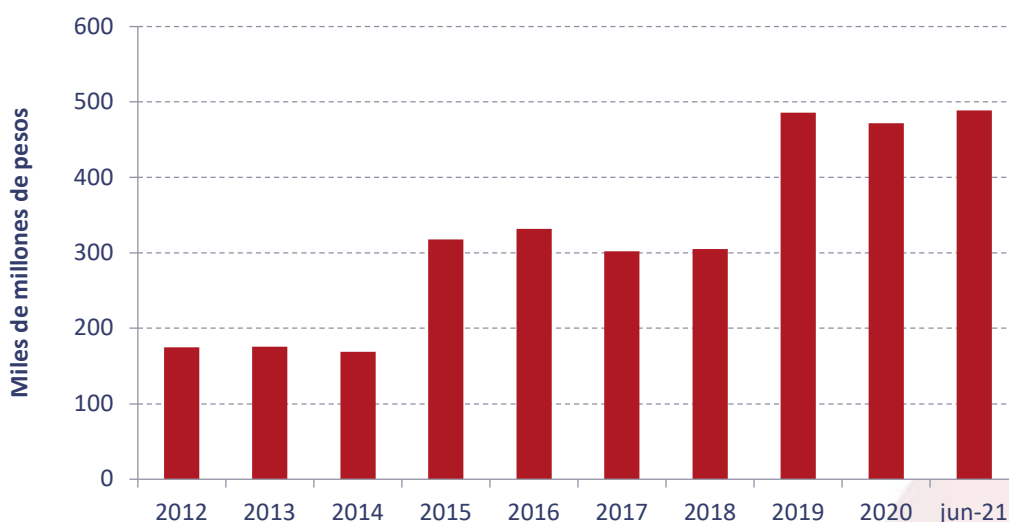


Ilustración 7: Evolución backlog EISA (2012-junio 2021)

En cuanto a la unidad de Desarrollo Inmobiliario, la disponibilidad de terrenos para desarrollar proyectos es uno de los puntos fundamentales y críticos del negocio. En la actualidad la sociedad mantiene terrenos a su disposición, que representan el 54,7% de sus inventarios (considerando terrenos disponibles en Chile y Perú) y que serán utilizados para proyectos que se encuentran en distintas etapas de desarrollo.

Análisis financiero⁶

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Los Ingresos de la compañía han presentado un comportamiento creciente desde el año 2016 hasta 2018, sin embargo, en el año 2019 hubo una disminución que se explica principalmente por el estallido social ocurrido en el último trimestre del año. A diciembre 2020, la compañía presentó ingresos por \$ 318.479 millones lo que significa un aumento de 2,2% con respecto al año anterior, debido esencialmente a una mayor producción del segmento de Servicios y Construcción Industriales. Para marzo 2021 también presentaron un aumento de un 7,6% con respecto al mismo periodo del año 2020, provocado por un alza de 11,8% del segmento de ingeniería y Construcción.

El EBITDA anualizado alcanzó los \$ 24.716 millones a marzo de 2021, representando un 7,5% de los ingresos del año móvil a esa fecha.

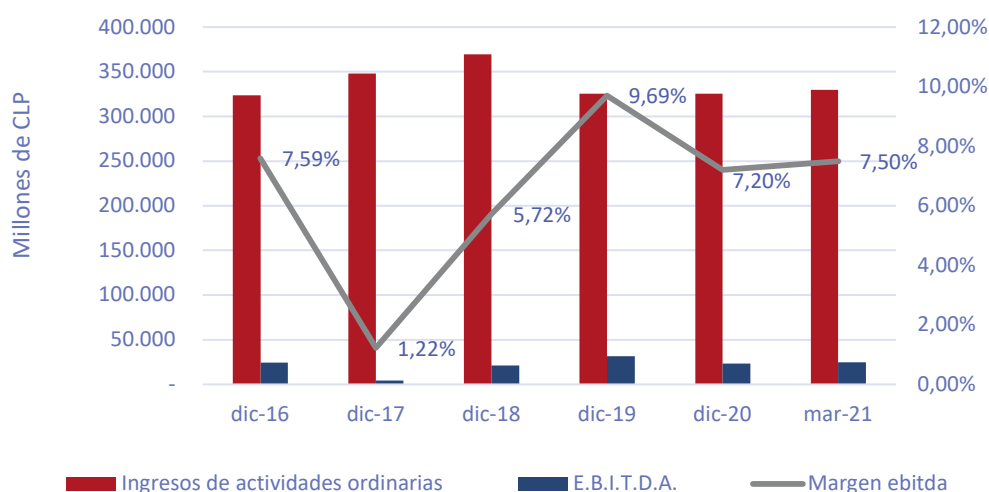


Ilustración 8: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2016-marzo 2021 anualizado)⁷

⁶ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a marzo de 2021.

⁷ En el año 2017 se presentaron un aumento en los costos mayor a los ingresos percibidos producto que provocó una caída en el EBITDA y por ende en el margen.

Endeudamiento

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre EBITDA, se ha visto incrementada producto de aumentos constantes de la deuda financiera durante el periodo de análisis, en el año 2017 la razón llegó a 18,1 veces, producto a la caída del EBITDA en un 82,7% y del incremento en un 94,8% de la deuda financiera por el alza en los préstamos bancarios, tanto en negocios de desarrollo inmobiliario como de ingeniería y construcción, además de las obligaciones con *factoring* en el segmento de montajes industriales. Sumado a lo anterior en el año 2019 la compañía aumentó en un 107% su deuda financiera, pasando de los \$ 68.050 millones a los \$ 140.859 millones, principalmente por la colocación de un bono por 1.500.000 UF (en 2018 primero se colocaron 1.000.000 de UF y luego en 2019 se complementó la totalidad de la colocación con un monto de 500.000 UF) y por préstamos bancarios para proyectos inmobiliarios junto con la activación del proyecto de MAPA, el cual produjo un aumento en los arrendamientos financieros de la compañía. Estos aumentos se han mantenido en el año 2020 y a marzo 2021, presentando para este último periodo un indicador de 6,3 veces con una deuda financiera de \$ 156.398 millones.

El indicador de deuda financiera sobre FCLP⁸, al igual que la razón deuda financiera sobre EBITDA muestra una trayectoria creciente hasta marzo de 2021, donde llegó a las 8,5 veces, el indicador más alto presentado por la compañía. No obstante, si a la deuda financiera se reduce aquellos pasivos asociados al segmento inmobiliario (ya que esta deuda se elimina conforme se escrituran la compraventa de los inmuebles,) el indicador se reduce a valores en torno a las 4,96 veces.

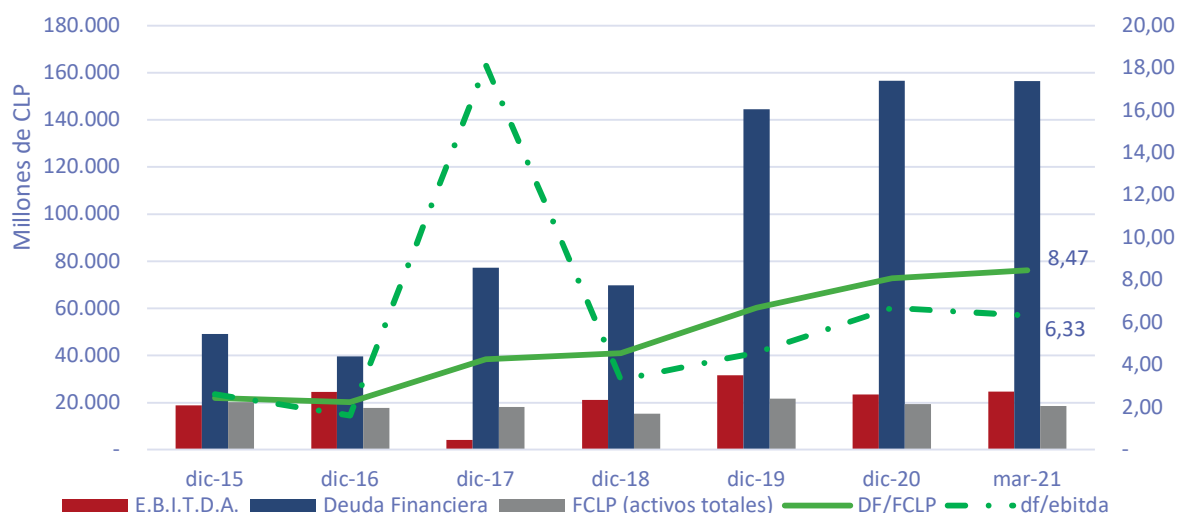


Ilustración 9: Evolución de endeudamiento (2015-marzo 2021 anualizado)

En tanto, la relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede ver en la ilustración 10, ha presentado una constante alza en el periodo de análisis, la cual tiene relación al aumento de proyectos realizados por la compañía y por ende a la deuda financiera. A marzo de 2021 este indicador toma el valor de 2,1 veces, mostrando una leve disminución con respecto al año 2019, donde presentó un indicador de 2,2 veces. Cabe señalar, además, que los niveles de endeudamiento se ven influidos por la proporción que representa en cada momento la actividad

⁸ 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.

inmobiliaria, línea de negocio que hace uso de un mayor apalancamiento que el negocio de ingeniería y construcción.

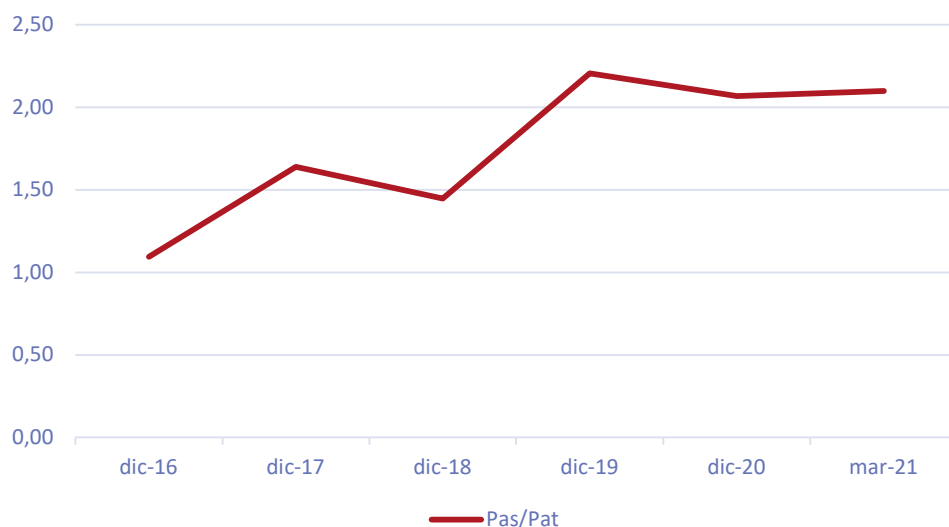


Ilustración 10: Nivel de endeudamiento (2016-marzo 2021)

La ilustración 11 muestra el calendario de vencimiento de la deuda financiera vigente a junio de 2021. Como se puede apreciar en el gráfico, el EBITDA y el FCLP es inferior a los vencimientos de la deuda para los años 2021 y 2022, sin embargo, el 52% de estos pasivos se cubren con la caja disponible a junio 2021 y el resto se cubre con la venta de viviendas terminadas y obras en ejecución. En este sentido, cabe señalar que a junio de 2021 la empresa mantiene inventarios de corto plazo por \$ 678 millones en viviendas terminadas y, además, mantiene obras en ejecución por \$ 25.003 millones.

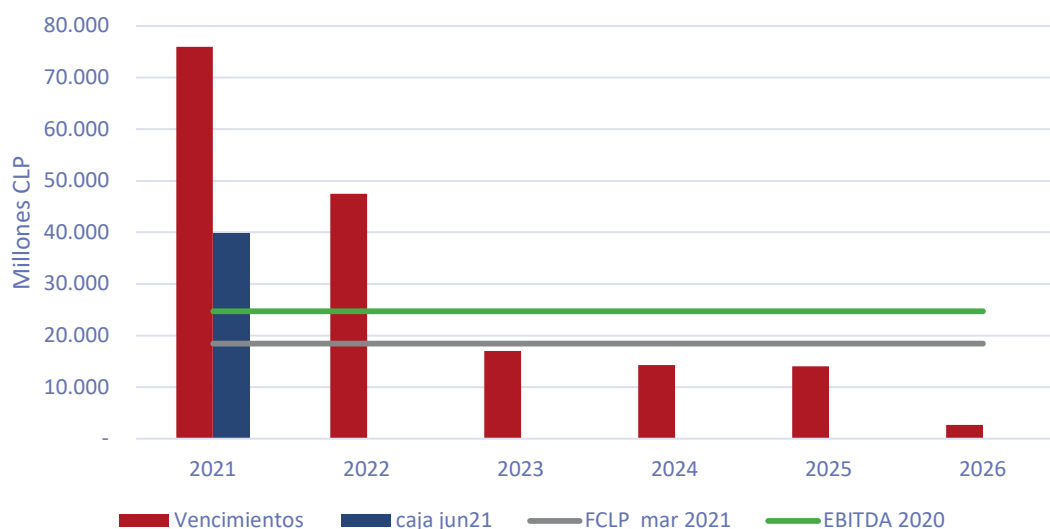


Ilustración 11: perfil de vencimiento

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) mostró su valor más alto el año 2018 y, como es apreciable en la ilustración 12, en 2020 experimenta un aumento con respecto al año anterior llegando a las 1,33 veces. A marzo 2021 el ratio es de 1,26 veces. Asimismo, se observa que la razón ácida presenta un comportamiento similar a la razón circulante, llegando a marzo 2021 a 0,95 veces.

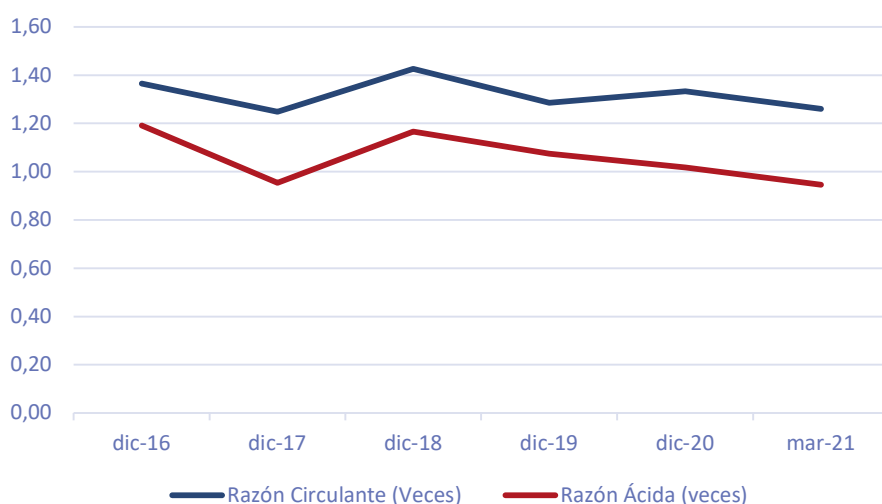


Ilustración 12: evolución de la razón circulante (veces) (2016- marzo 2021)

Evolución de la rentabilidad⁹

Las rentabilidades de la compañía operacional, del patrimonio y de los activos, han mostrado un comportamiento variable, llegando a su punto más bajo en 2017, influidas por los menores resultados obtenidos ese año, impactados por el alza en los costos de la mano de obra, entre otros factores. Desde 2017 a 2019 se ha mostrado una recuperación en la rentabilidad del negocio, sin embargo, se aprecia que en 2020 presentan una baja llegando a una rentabilidad operacional, rentabilidad de activos y rentabilidad del patrimonio de 4,0%, 1,4% y 4,5%, respectivamente. Cabe mencionar que estas bajas en las rentabilidades están explicadas por los efectos producidos por el Covid-19 y que para marzo 2021 se ve una pequeña alza apreciable en la ilustración 13.

⁹ Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
 Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

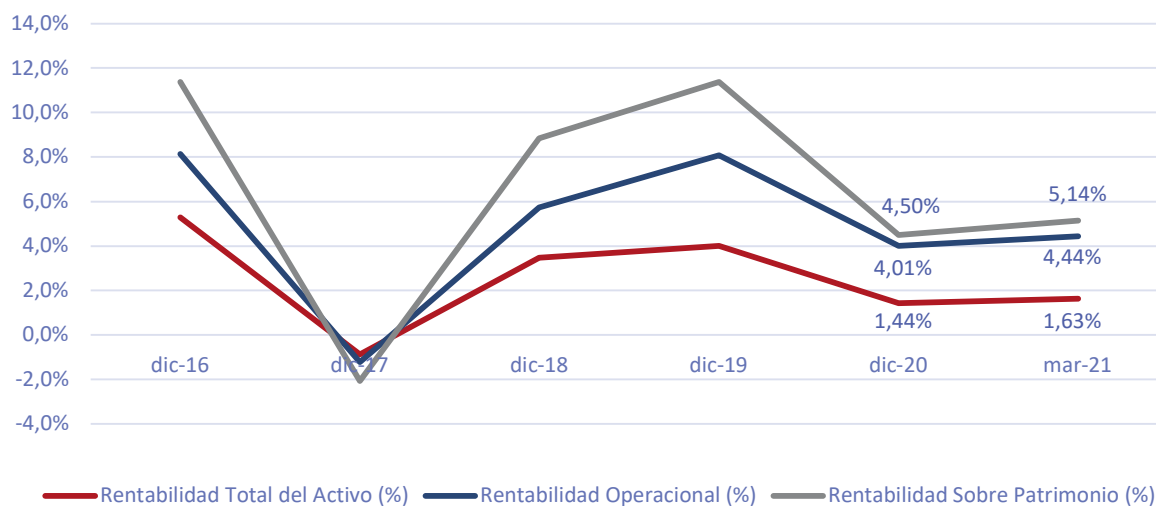


Ilustración 13: Evolución de las rentabilidades (%) (2016- marzo 2021)

Covenants financieros

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a junio 2021
Endeudamiento financiero neto	Inferior a 1,8 veces	0,99 veces
Cobertura de gastos financieros neto	Superior a 2,5 veces	6,85 veces
Giro	Superior a 70%	95,1%

Ratios financieros¹⁰

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez (veces)	1,17	1,09	1,15	1,22	1,15
Razón Circulante (Veces)	1,36	1,25	1,43	1,29	1,33
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,22	1,17	1,32	1,22	1,29
Razón Ácida (veces)	1,19	0,95	1,17	1,07	1,02
Rotación de Inventarios (veces)	5,57	5,53	5,12	3,11	2,46
Promedio Días de Inventarios (días)	65,53	66,04	71,26	117,53	148,59
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,86	2,50	3,34	2,38	2,66
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	127,47	145,76	109,17	153,65	137,35
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,42	4,56	5,68	5,12	7,02
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	56,85	80,13	64,26	71,35	51,97
Diferencia de Días (días)	-70,61	-65,63	-44,90	-82,30	-85,38
Ciclo Económico (días)	-136,14	-131,67	-116,16	-199,83	-233,97

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (veces)	0,52	0,62	0,59	0,69	0,67
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,09	1,64	1,45	2,21	2,07
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	6,47	6,89	4,41	2,07	2,43
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,61	18,15	3,31	4,58	6,68
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,62	0,06	0,30	0,22	0,15
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	27,14%	37,48%	39,82%	49,65%	57,72%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,59%	0,46%	0,31%	0,45%	0,35%
Veces que se gana el Interés (veces)	5,67	-1,79	3,26	4,27	1,17

¹⁰ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto (%)	12,54%	6,14%	11,39%	15,27%	9,56%
Margen Neto (%)	4,58%	-0,77%	2,95%	4,42%	1,82%
Rotación del Activo (%)	115,73%	104,83%	124,63%	76,98%	80,90%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	5,28%	-0,88%	3,48%	4,00%	1,44%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,28%	-0,88%	3,48%	4,00%	1,44%
Inversión de Capital (%)	0,24	0,25	0,23	0,45	0,42
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	700,77%	778,82%	606,23%	580,95%	508,03%
Rentabilidad Operacional (%)	8,13%	-1,22%	5,73%	8,09%	4,01%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	11,37%	-2,07%	8,84%	11,38%	4,50%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	85,35%	91,83%	86,68%	81,79%	87,08%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	87,46%	93,86%	88,61%	84,73%	90,44%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	8,49%	8,18%	7,90%	9,14%	7,53%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	13,63%	-2,18%	11,34%	17,38%	9,50%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,08	0,01	0,06	0,10	0,07

Otros indicadores	2016	2017	2018	2019	2020
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	13,82%	11,37%	12,07%	9,14%	9,63%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	0,14%	0,10%	0,00%	0,00%	0,00%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	5,13%	3,45%	4,29%	2,36%	2,31%
Capital sobre Patrimonio (%)	67,49%	70,31%	70,93%	63,34%	62,06%

"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 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."