



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Echeverria, Izquierdo S.A.**

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Benjamín Rodríguez W.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

[benjamin.rodriguez@humphreys.cl](mailto:benjamin.rodriguez@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

**FECHA**

Septiembre 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	<b>BBB+</b> <b>Estable</b>
EEFF base	30 de junio de 2022 <sup>1</sup>

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	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Ingresos de activ. ordinarias	314.637.803	342.282.650	309.301.680	318.478.603	432.388.931	250.374.838
Costo de ventas	-295.326.598	-303.246.530	-259.503.990	-287.999.604	-390.265.540	-231.467.868
Gastos de adm. y distr.	-25.719.951	-27.044.314	-28.315.621	-23.967.713	-28.881.726	-12.280.804
<b>Resultado operacional<sup>2</sup></b>	<b>-2.537.547</b>	<b>12.984.887</b>	<b>23.715.894</b>	<b>12.243.930</b>	<b>15.084.137</b>	<b>7.174.488</b>
Costos financieros	-2.975.833	-4.092.477	-4.243.933	-4.226.092	-6.986.870	-4.241.887
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>-2.409.100</b>	<b>10.128.566</b>	<b>13.687.943</b>	<b>5.807.114</b>	<b>8.252.547</b>	<b>3.256.011</b>
EBITDA	3.895.720	23.610.906	32.559.364	22.740.663	30.315.875	14.825.014

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Activos corrientes	204.261.448	190.722.990	242.650.204	253.082.122	305.050.766	273.778.951
Activos no corrientes	97.486.359	86.650.209	164.173.194	144.404.438	159.675.026	160.296.418
<b>Total activos</b>	<b>301.747.807</b>	<b>277.373.199</b>	<b>406.823.398</b>	<b>397.486.560</b>	<b>464.725.792</b>	<b>434.075.369</b>
Pasivos corrientes	163.646.875	133.699.529	189.109.076	189.784.739	265.937.237	235.322.175
Pasivos no corrientes	23.750.226	30.321.985	90.783.278	78.166.319	65.331.137	62.681.611
Patrimonio total	114.350.706	113.351.685	126.931.044	129.535.502	133.457.418	136.071.583
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>301.747.807</b>	<b>277.373.199</b>	<b>406.823.398</b>	<b>397.486.560</b>	<b>464.725.792</b>	<b>434.075.369</b>
Deuda financiera <sup>3</sup>	70.245.065	65.314.781	138.966.635	154.673.098	162.198.721	146.456.314

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2022. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2022, 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.

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

<sup>3</sup> 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 77% de la propiedad. La compañía, además de Chile, cuenta con negocios en Perú, Argentina y puntualmente en otros países de la región.

Durante el primer semestre del 2022 la empresa tuvo ingresos por \$ 250.375 millones y un EBITDA de \$ 14.825 millones; una deuda financiera de \$ 146.456 millones y un patrimonio por \$ 136.072. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios corrientes por \$ 84.556 millones.

La clasificación ha sido otorgada considerando que la empresa presenta una relación de Deuda Financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>4</sup>) de 6,4 veces y un inventario corriente correspondiente al negocio inmobiliario de \$ 62.145 millones, de los cuales el 11,6% 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 2022 ascienden a 14 proyectos inmobiliarios, distribuidos tanto en Chile como en Perú y además de 106 proyectos correspondientes al segmento de ingeniería y construcción, distribuidos en diversos sectores económicos, contando con 64 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 \$ 432.389 millones, entre los años 2015 y el año 2021. Desde otra perspectiva, se puede mencionar que el *backlog* aumentó de \$ 169 mil millones en 2014 a \$ 550 mil millones en junio 2022, presentando valores históricos, cabe mencionar que a diciembre de 2020 la compañía presentaba un *backlog* de \$ 577 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

---

<sup>4</sup> 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.

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 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 2022 el 42,9% de la deuda financiera de **EISA** está asociada a los negocios de desarrollo inmobiliario, un 30,5% de ingeniería y construcción, un 26,6% corresponde a deuda de la matriz. Con respecto a cómo se compone la deuda financiera el 59,9% corresponde a préstamos bancarios, seguido por obligaciones con el público con un 23,7%, el resto corresponde a obligaciones con *factoring*, arrendamiento financiero, cartas de crédito, líneas 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 la decisión de fortalecer la posición de liquidez en la crisis sanitaria, lo cual se materializó mediante el uso de 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 2022

Durante los seis primeros meses de 2022, los ingresos totales de **EISA** llegaron a \$ 250.375 millones, aumentando un 28,8% respecto del primer semestre de 2021, esto producto de un incremento de un 34,3% de los ingresos en el segmento Servicios y Construcción Industrial y un alza de 192,5% en el segmento de Desarrollo Inmobiliario, lo que compensó la caída producida en la unidad de Edificaciones y obras civiles en un 19,6%. En cuanto a los costos de ventas estos presentan un alza de un 32,7% finalizando el periodo en \$ 231.468 millones, explicados principalmente por el aumento de costos en el segmento Desarrollo Inmobiliario en un 168,5%; por su parte, Ingeniería y Construcción incrementó en un 27,0% sus costos de venta. Producto de lo anterior el EBITDA de la compañía a junio de 2022 fue de \$ 14.825 millones siendo un 1,9% inferior al compararse con junio 2021.

El resultado del ejercicio de la compañía durante los seis primeros meses del 2022 fue de \$ 3.256 millones, una disminución de 9,5% con respecto al primer semestre de 2021. La compañía además a junio de 2022 presenta una deuda financiera por \$ 146.456 millones y un patrimonio por \$ 136.072 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 14 obras inmobiliarias y 106 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 64 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 2022 ha aumentado un 73,0%, 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 91,9% del total para diciembre 2021, 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 mandatos 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 2022, la empresa mantiene en efectivo disponible equivalente al 38,1% 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<sup>º</sup> la empresa comienza a realizar proyectos de edificación en altura, en el año 1996 inicia sus 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, Perú, Brasil, Colombia, Uruguay y Surinam.

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

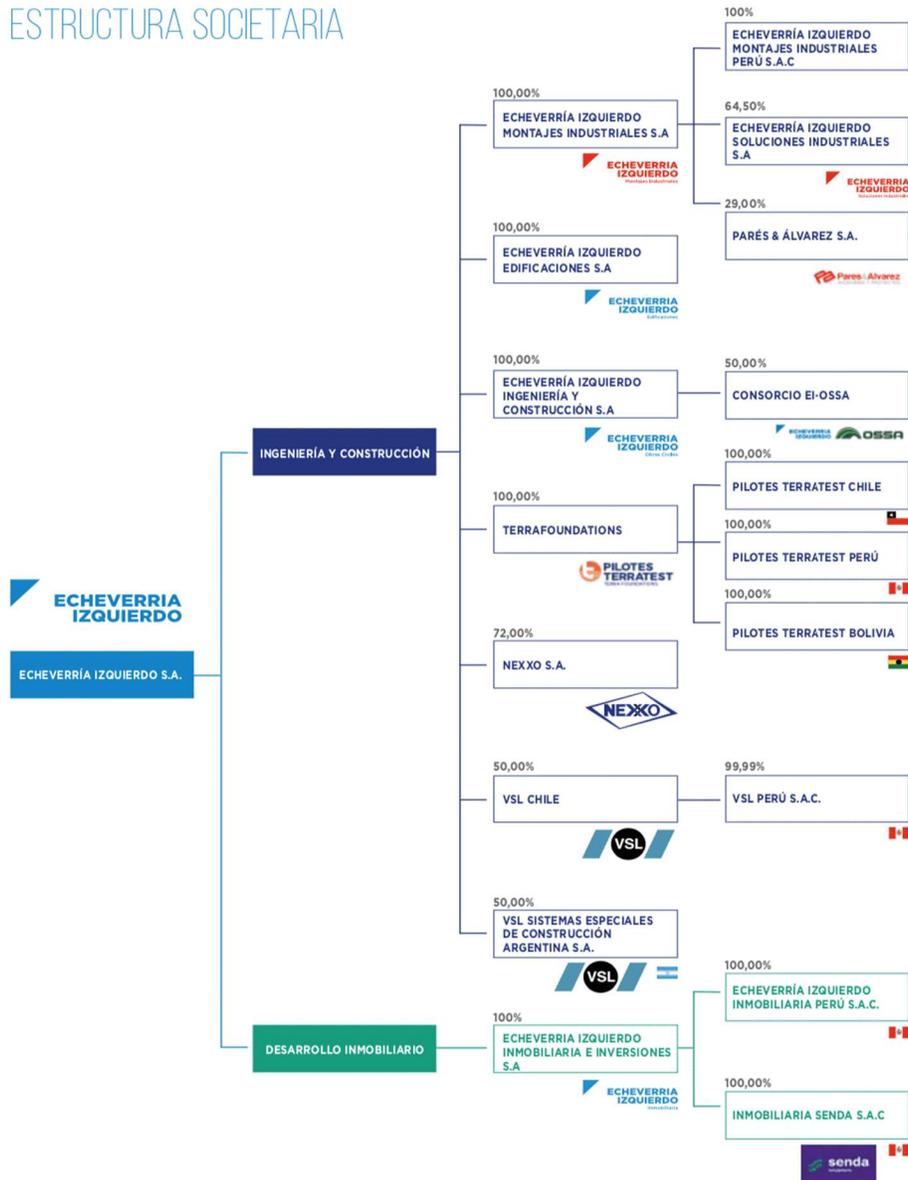


Ilustración 1: Estructura corporativa EISA<sup>5</sup>

## 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.

<sup>5</sup> Extraído de la página web de EISA y de la memoria 2021.

La distribución de los ingresos a junio de 2022 proviene, aproximadamente, en un 89,2% (ingresos sin anualizar) del segmento de Ingeniería y construcción, en tanto el segmento inmobiliario representa cerca del 10,3%. La Ilustración 2 muestra la distribución de ingresos desde el ejercicio de 2017.

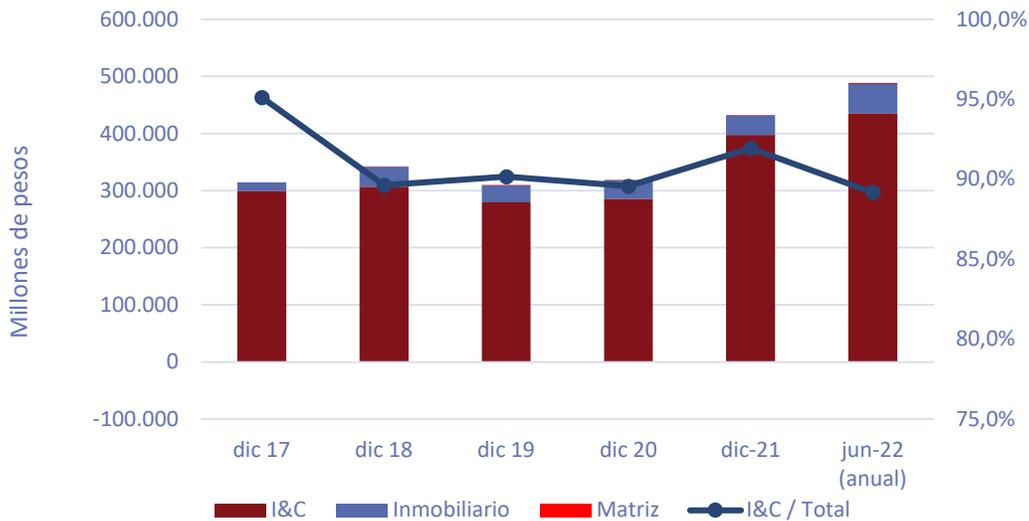


Ilustración 2: Distribución de los ingresos (2017-junio 2022 UDM)

## 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 2017 a junio de 2022 un 70,7% de los ingresos de este segmento, a junio de 2022, sin anualizar, este porcentaje llega a 89,2%.

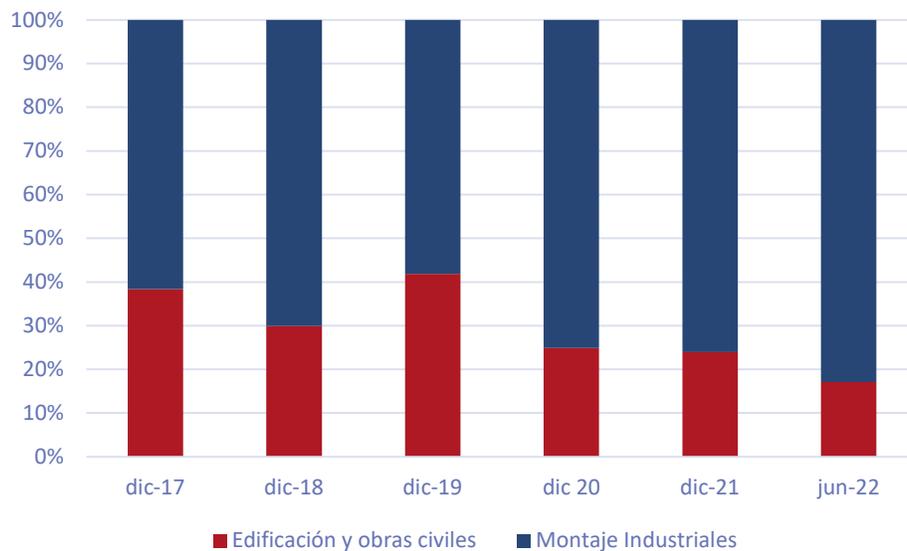


Ilustración 3: Distribución de los ingresos segmento ingeniería y Construcción (2017-junio 2022)

### 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 2022 llegaron a \$ 185.121 millones lo que representó un aumento de un 34,3% con respecto al mismo periodo del año anterior, esto producto de los avances de las obras MAPA y Quebrada Blanca 2. En cuanto a la relación margen bruto sobre ingresos se puede apreciar un leve descenso comparando los primeros semestres del 2022 y 2021, al igual que en la relación GAV sobre ingresos, que llega al 3,0% a junio 2022.

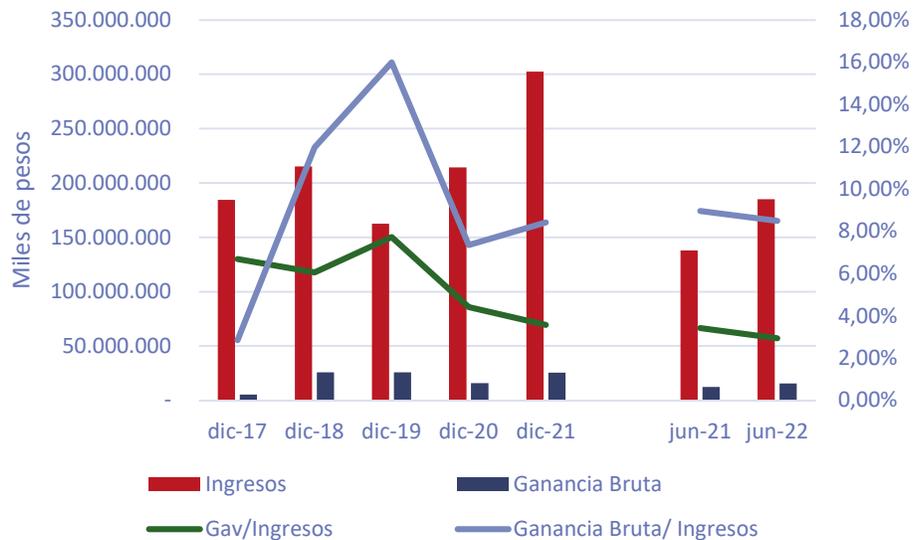


Ilustración 4: Evolución ingresos, ganancia bruta y márgenes, Montaje Industriales (2017-junio2022)

## 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 2022 el segmento de Edificación y Obras Civiles, generó ingresos por \$ 38.188, lo cual es un 19,6% inferior a la misma fecha de 2021. En cuanto al margen bruto, este es un 170,8% inferior que el alcanzado durante el mismo periodo del 2021.

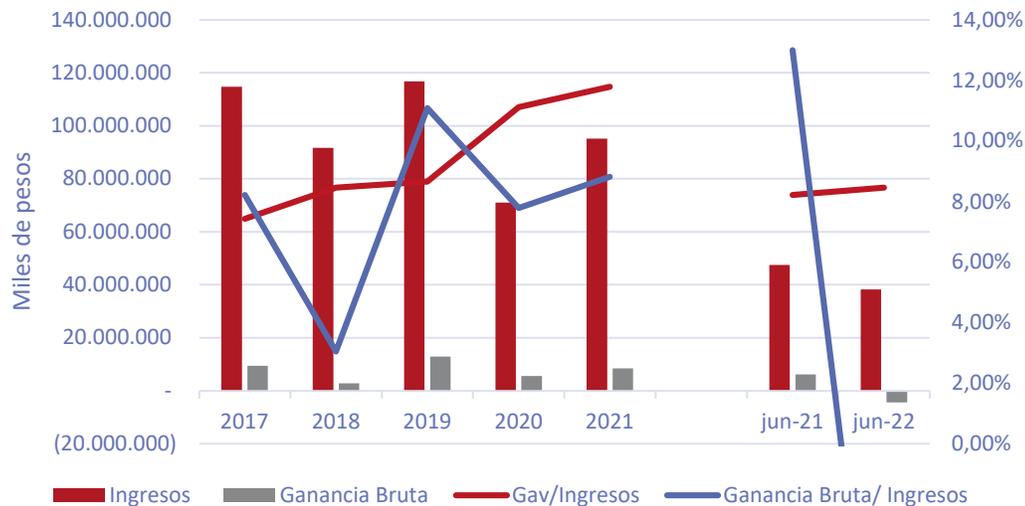


Ilustración 5: Evolución ingresos, ganancia bruta y márgenes, Edificación y Obras civiles (2017-junio 2022)

## 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 77 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 un gran número de 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 2022 el segmento inmobiliario presentó ingresos por \$ 25.811 millones, lo cual representa un aumento de un 192,5%, en cuanto GAV sobre ingresos este llegó a 9,8% y el margen bruto llegó a 26,1%.

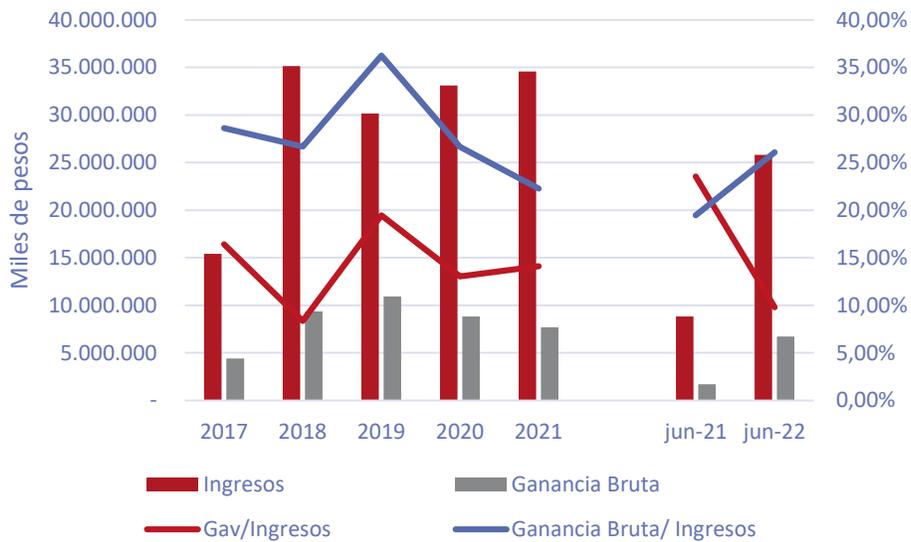


Ilustración 6: Evolución ingresos, ganancia bruta y márgenes, Desarrollo Inmobiliario (2017-junio 2022)

## Antecedentes de actividad

A junio de 2022, el *backlog* de **EISA** llegó a los \$ 550 miles de millones. Desde el año 2019 la compañía ha tenido niveles históricos de *backlog*, en parte por nuevos proyectos y también por las paralizaciones en plantas durante el 2020 que generó un retraso de ciertos proyectos para 2021 y 2022. En cuanto a la distribución del *backlog* para junio 2022, el 69,1% corresponde a proyectos industriales, mientras que el 30,9% 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**.

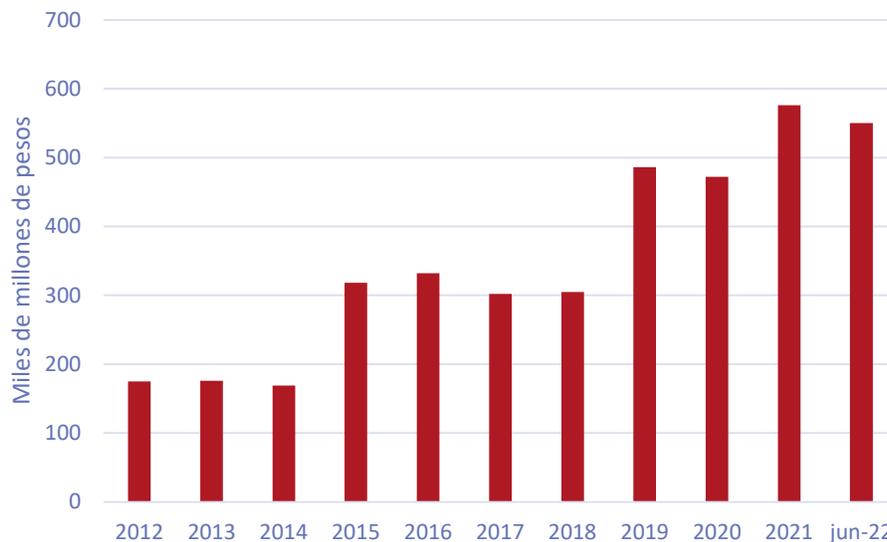


Ilustración 7: Evolución backlog EISA (2012-junio 2022)

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 43,0% 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 financiero<sup>6</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Los Ingresos de la compañía han presentado un comportamiento creciente desde el año 2020 hasta junio 2022, luego de las dificultades enfrentadas en el 2019 por el estallido social. A diciembre 2021, la compañía presentó ingresos por \$ 475.768 millones lo que significa un aumento de 29,7% con respecto al año anterior, debido esencialmente a una mayor producción del segmento de Servicios y Construcción Industriales. Para junio 2022 también presentaron un aumento de un 24,2% con respecto al mismo periodo del año 2021, provocado en parte, por un alza de 34,3% del segmento de Servicios y Construcción.

El EBITDA anualizado alcanzó los \$ 27.169 millones a junio de 2022, representando un 5,3% de los ingresos del año móvil a esa fecha.

<sup>6</sup> 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.

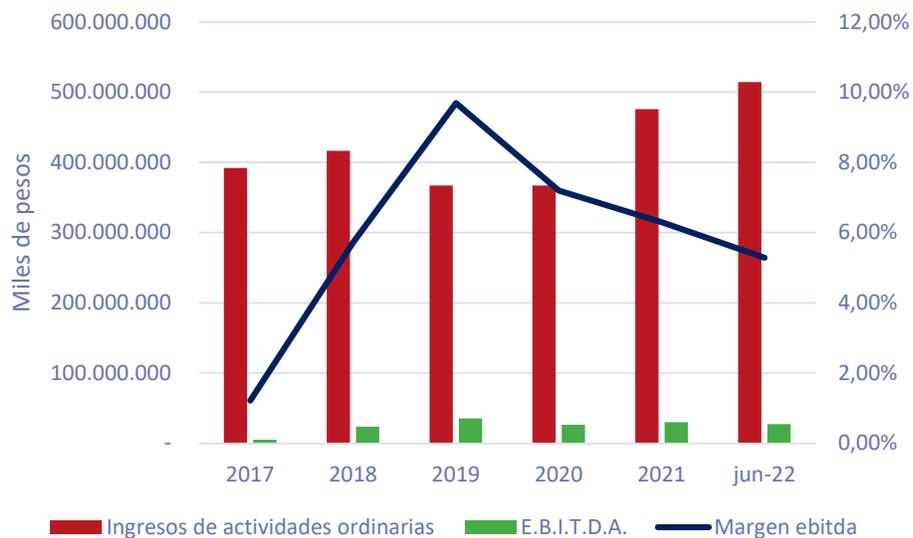


Ilustración 8: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2017-junio 2022 anualizado)<sup>7</sup>

## Endeudamiento

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre EBITDA, ha mostrado estabilidad luego del fuerte descenso en el año 2018, producto de un incremento sustancial del EBITDA. 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.

A junio 2022, la deuda financiera de la compañía disminuye en un 13,8% con respecto a diciembre 2021 producto de una estrategia adoptada por la compañía para paliar los efectos del aumento de la UF sobre los costos financieros, llegando a \$ 130.464 millones de pesos.

El indicador de deuda financiera sobre FCLP<sup>8</sup>, al igual que la razón deuda financiera sobre EBITDA muestra una trayectoria relativamente estable hasta junio de 2022, donde llegó a las 6,41 veces.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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.

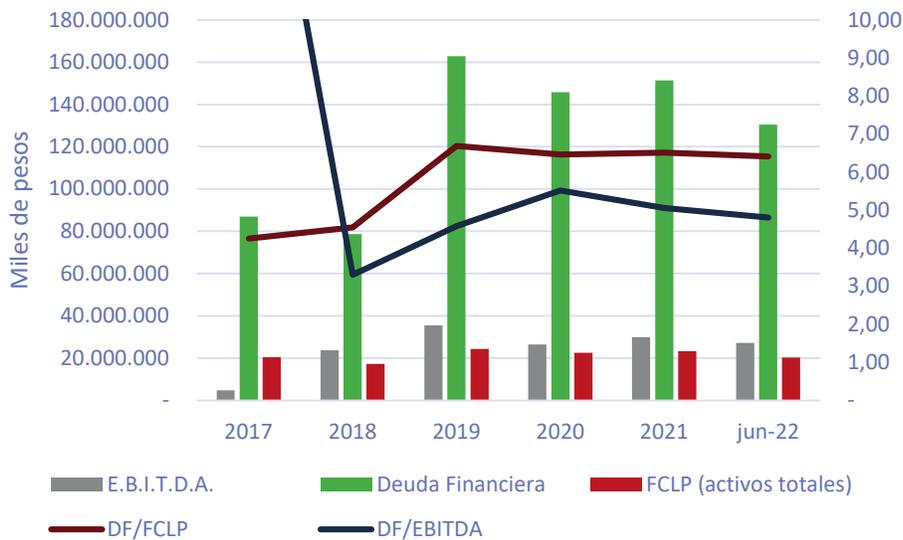


Ilustración 9: Evolución de endeudamiento (2017-junio 2022 anualizado)

En tanto, la relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede ver en la ilustración 10, ha presentado una tendencia al alza en el periodo de análisis, la cual tiene relación con el aumento de los proyectos realizados por la compañía lo cuales se han financiado proporcionalmente con una deuda financiera que comparativamente es superior al apalancamiento general de la empresa. A junio de 2022 este indicador toma el valor 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 inmobiliaria, línea de negocio que hace uso de un mayor apalancamiento que el negocio de ingeniería y construcción.

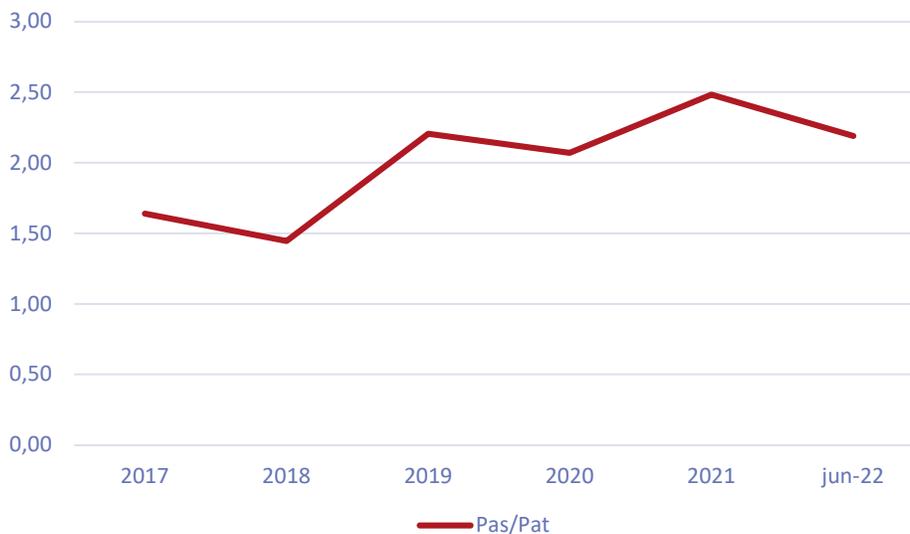


Ilustración 10: Nivel de endeudamiento (2017-junio 2022)

La ilustración 11 muestra el calendario de vencimiento de la deuda financiera vigente a junio de 2022. Como se puede apreciar en el gráfico, el EBITDA y el FCLP es inferior a los vencimientos de la deuda para los años 2022 y 2023, sin embargo, el 38% de estos pasivos se cubren con la caja disponible a junio 2022 y el resto se cubre con la venta de viviendas terminadas y obras en ejecución. En este sentido, cabe señalar que a junio de 2022 la empresa mantiene inventarios de corto plazo por \$ 7.229 millones en viviendas terminadas y, además, mantiene obras en ejecución por \$ 10.179 millones.

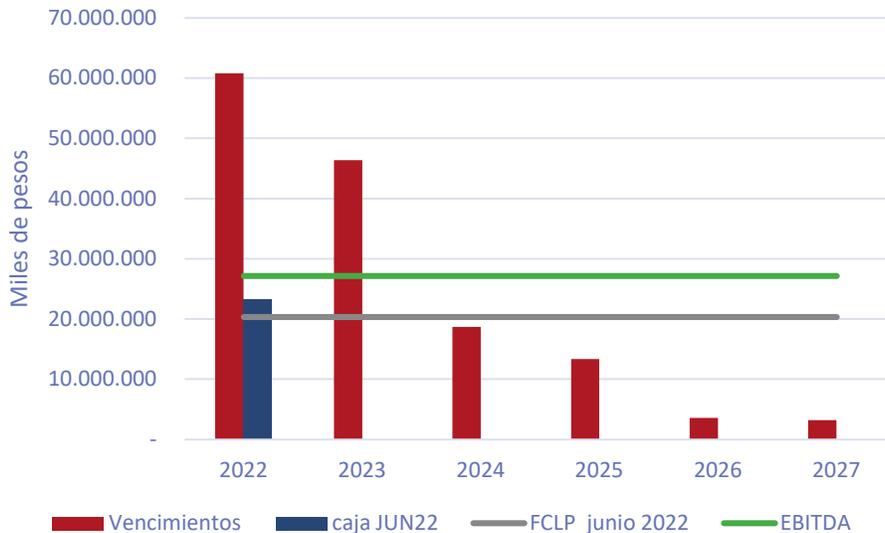


Ilustración 11: perfil de vencimiento

## 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 2021 experimenta una disminución con respecto al año anterior llegando a las 1,15 veces. A junio 2022 el ratio es de 1,16 veces. Asimismo, se observa que la razón ácida presenta un comportamiento similar a la razón circulante, llegando a junio 2022 a 0,80 veces.

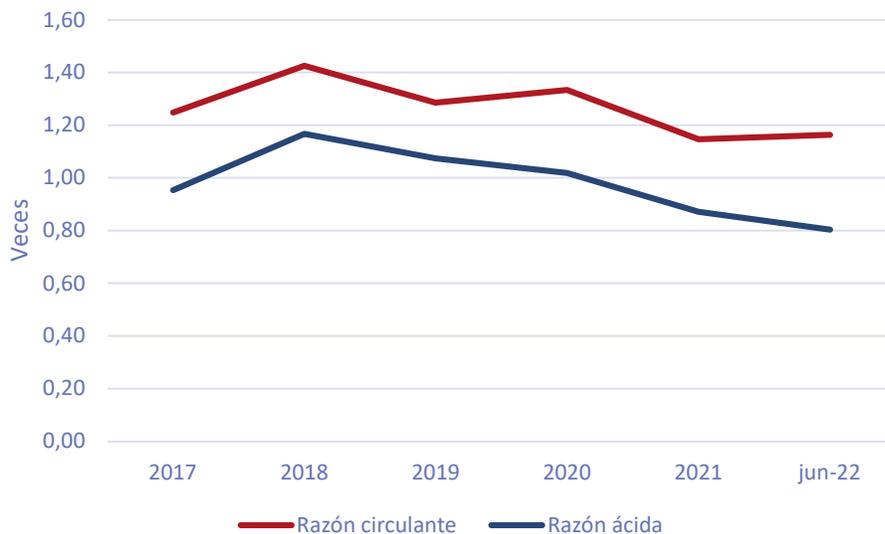


Ilustración 12: evolución de la razón circulante (veces) (2017- junio 2022)

## Evolución de la rentabilidad<sup>9</sup>

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 un aumento en la rentabilidad del negocio, sin embargo, se aprecia que desde 2020, los valores tienden a estabilizarse, llegando a una rentabilidad operacional, rentabilidad de activos y rentabilidad del patrimonio de 4,0%, 1,8% y 5,9%, respectivamente.

<sup>9</sup> 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 (%) (2017- junio 2022)

## Covenants financieros

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a junio 2022
<b>Endeudamiento financiero neto</b>	Inferior a 1,8 veces	0,79 veces
<b>Cobertura de gastos financieros neto</b>	Superior a 2,5 veces	4,24 veces
<b>Giro</b>	Superior a 70%	95,08%

## Ratios financieros<sup>10</sup>

Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Liquidez (veces)	1,09	1,15	1,22	1,15	1,14	1,12
Razón Circulante (Veces)	1,25	1,43	1,29	1,33	1,15	1,16
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,17	1,32	1,22	1,29	1,13	1,15
Razón Ácida (veces)	0,95	1,17	1,07	1,02	0,87	0,80
Rotación de Inventarios (veces)	5,53	5,12	3,11	2,46	3,07	3,20
Promedio Días de Inventarios (días)	66,04	71,26	117,53	148,59	118,90	113,94
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,50	3,34	2,38	2,66	2,72	3,31
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	145,76	109,17	153,65	137,35	134,09	110,27
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,56	5,68	5,12	7,02	6,66	6,86
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	80,13	64,26	71,35	51,97	54,79	53,19
Diferencia de Días (días)	-65,63	-44,90	-82,30	-85,38	-79,30	-57,08
Ciclo Económico (días)	-131,67	-116,16	-199,83	-233,97	-198,20	-171,02

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Endeudamiento (veces)	0,62	0,59	0,69	0,67	0,71	0,69
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,64	1,45	2,21	2,07	2,48	2,19
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	6,89	4,41	2,07	2,43	4,07	3,75
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	18,15	3,31	4,58	6,68	5,05	4,80
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,06	0,30	0,22	0,15	0,20	0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	37,48%	39,82%	49,65%	57,72%	42,76%	43,78%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,46%	0,31%	0,45%	0,35%	0,43%	0,66%
Veces que se gana el Interés (veces)	-1,79	3,26	4,27	1,17	1,48	0,78

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Margen Bruto (%)	6,14%	11,39%	15,27%	9,56%	9,74%	8,39%
Margen Neto (%)	-0,77%	2,95%	4,42%	1,82%	1,90%	1,62%
Rotación del Activo (%)	104,83%	124,63%	76,98%	80,90%	95,76%	118,46%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-0,88%	3,48%	4,00%	1,44%	1,91%	1,81%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-0,88%	3,48%	4,00%	1,44%	1,91%	1,81%
Inversión de Capital (%)	0,25	0,23	0,45	0,42	41,43%	39,53%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	778,82%	606,23%	580,95%	508,03%	11,38	13,37
Rentabilidad Operacional (%)	-1,22%	5,73%	8,09%	4,01%	4,53%	3,98%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-2,07%	8,84%	11,38%	4,50%	6,24%	5,85%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	91,83%	86,68%	81,79%	87,08%	87,47%	89,09%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	93,86%	88,61%	84,73%	90,44%	90,26%	91,61%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	8,18%	7,90%	9,14%	7,53%	6,65%	6,07%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-2,18%	11,34%	17,38%	9,50%	11,48%	10,01%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,01	0,06	0,10	0,07	6,30%	5,28%

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

Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	11,37%	12,07%	9,14%	9,63%	8,51%	9,04%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	0,10%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	3,45%	4,29%	2,36%	2,31%	2,51%	2,24%
Capital sobre Patrimonio (%)	70,31%	70,93%	63,34%	62,06%	60,24%	59,08%

*"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."*