



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

A n a l i s t a s

Macarena Villalobos M.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

macarena.villalobos@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Echeverría, Izquierdo S.A.

Septiembre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200 – Fax 22433 5201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	BBB+ Estable
EEFF base	30 junio 2018

Características de línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	UF 1.500.000
Moneda de emisión	Pesos o UF
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la línea, se destinarán al refinanciamiento de pasivos del emisor y/o sus filiales.
Garantías	No contempla

Covenants financieros de la línea de bonos en proceso de inscripción		
	Límite	Indicadores al 30/06/18
Endeudamiento financiero neto	Inferior a 1,8 veces	0,59 veces
Cobertura de gastos financieros netos	Superior a 2,5 veces	5,55 veces

Estado de Resultado Consolidado IFRS					
M\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	ene-jun18
Ingresos de actividades ordinarias	216.590.717	211.297.210	286.356.048	314.637.803	162.903.611
Costo de venta	-184.926.807	-180.029.722	-250.447.897	-295.326.598	-145.982.543
Gasto de administración y ventas	-21.760.183	-22.400.525	-24.303.237	-25.719.951	-12.008.283
Resultado operacional	11.349.051	10.963.699	15.735.653	-2.537.547	5.713.838
Costos financieros	-1.553.027	-1.937.632	-2.740.977	-2.975.833	-1.998.078
Ganancias (Pérdidas)	4.933.535	7.955.931	13.112.732	-2.409.100	4.426.853
EBITDA	11.359.640	15.420.441	23.823.575	3.895.720	11.092.620

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS					
M\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Activos corrientes	141.950.906	186.691.428	154.143.631	204.261.448	195.519.398
Activos no corrientes	51.906.311	57.248.814	95.369.713	97.486.359	98.546.192
Total activos	193.857.217	243.940.242	249.513.344	301.747.807	294.065.590
Pasivos corrientes	68.741.570	111.566.638	112.937.275	163.646.875	159.308.997
Pasivos no corrientes	19.557.722	22.164.690	17.457.537	23.750.226	25.628.329
Patrimonio	105.557.925	110.208.914	119.118.532	114.350.706	109.128.264
Total pasivos y patrimonio	193.857.217	243.940.242	249.513.344	301.747.807	294.065.590
Deuda financiera	20.453.864	42.616.801	35.387.536	70.245.065	73.777.571

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Echeverría, Izquierdo S.A. (en adelante **EISA**) es una compañía de ingeniería, construcción e inmobiliaria con una trayectoria de 40 años de experiencia, siendo sus principales accionistas las familias Echeverría e Izquierdo con un 69,4% de la propiedad. La compañía, además de Chile, cuenta con negocios en Perú, Argentina y Bolivia.

Durante el primer semestre del 2018 la empresa tuvo ingresos por US\$ 250,16 millones y un EBITDA de US\$ 17,03 millones; una deuda financiera de US\$ 113,29 millones y un patrimonio por US\$ 167,58. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios por US\$ 92,70 millones, de los cuales aproximadamente un 5,9% corresponderían a viviendas terminadas.

La clasificación ha sido otorgada considerando que la empresa presenta una relación de Deuda Financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP¹) de 5,1 veces, la cual se reduce a 2,9 veces al deducir de los pasivos aquellos asociados a proyectos inmobiliarios.

La clasificación de la línea 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 40 años de experiencias que implica haber enfrentado períodos recesivos, como los provocados por la “crisis asiática” y la “crisis subprime”.

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

Adicionalmente, se reconoce, al margen de la baja observada en los últimos trimestres, que el negocio de construcción, en particular el sujeto a obras específicas solicitadas por terceros no relacionados, opera con márgenes relativamente estables y conocidos en el tiempo.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a junio de 2018 ascienden a 16 proyectos inmobiliarios, distribuidos de manera adecuada en distintas regiones del país, así como en Lima, Perú; y además de 89 proyectos correspondientes al segmentos de ingeniería y construcción, distribuidos en diversos sectores económicos, contando con 69 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 \$ 341.258 millones, entre los años 2015 y el año móvil finalizado en junio de 2018. Desde otra perspectiva, se puede mencionar que el *backlog* aumentó de \$ 169 mil millones en 2014 a \$ 302 mil millones en 2017.

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. 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 el 42,3% de la deuda financiera de **EISA** está asociada a los negocios de desarrollo inmobiliario, un 21,1% a de ingeniería y construcción, un 5,5% corresponde a deuda de la matriz, mientras que el 31,0% restante corresponde a obligaciones con factoring, arrendamiento financiero, líneas de crédito y Swap de tasa de interés; 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, tiene adecuada capacidad para administrar las crisis, tal como lo ha mostrado en el pasado, sin perjuicio que sus resultados financieros debieran resentirse ante situaciones que afecten negativamente la demanda o presione al alza de los costos (tal como el incremento en los sueldos y salarios que en años pasados generó la fuerte actividad minera del país).

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 incremente el valor de la deuda mientras no se evidencien cambios relevantes en el volumen de sus operaciones o en el mix de operaciones (por ejemplo, mayor relevancia del área inmobiliaria). También se espera que los indicadores financieros no presenten un deterioro respecto a la situación actual.

A futuro la clasificación podría verse disminuida en la medida que exista un cambio abrupto en la composición de las operaciones de la compañía entre los segmentos de ingeniería y construcción y desarrollo inmobiliario.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- 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 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).

Hechos recientes

Enero - junio 2018

Durante el primer semestre de 2018, los ingresos totales de **EISA** llegaron a \$ 162.904 millones, incrementándose un 19,5% respecto del primer semestre de 2017, debido principalmente al alza en 20,1% del negocio de ingeniería y construcción, el cual llegó hasta los \$ 151.765 millones. A su vez el negocio de inmobiliario creció un 12,0% (\$ 9.945 millones a junio de 2017). A consecuencia de lo anterior, el EBITDA de la compañía se incrementó, llegando a junio de 2018 a \$ 11.093, superior a los \$ 777 millones obtenido en junio del año anterior.

El resultado operacional del primer semestre del año en curso, alcanzó los \$ 5.714 millones (\$ -1.657 millones a junio de 2017).

El resultado del ejercicio de la compañía durante los seis primeros meses del 2018 fue de \$ 4.427 millones, revirtiendo de este modo la pérdida obtenida en junio de 2017 de \$ -3.213 millones, debido a la recuperación de los márgenes de los segmentos de ingeniería y construcción así como también del segmento de desarrollo inmobiliario.

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 teatro regional Bío Bío, el edificio Territoria de Apoquindo, proyecto Parque Arboleda de Lo Curro, obras de elevación y vaciados de estanques de Pirque y Peñalolén de Aguas Andinas, obras civiles y terminaciones de estaciones los leones del metro de Santiago de Chile,

proyecto dimensión en Nuñoa y obras civiles y montajes electromecánico de las plantas de ácido N°3 y N°4 para SNC Lavalin de Codelco, Chuquicamata, entre otros.

Diversificación de proyectos: La compañía tiene como política mantener un número significativo de proyecto, lo cual se refleja en el hecho que actualmente está desarrollando 16 obras inmobiliarias y 89 proyectos de ingeniería y construcción en diversas regiones del país. Además de poseer negocios en Perú, Argentina y Bolivia.

Diversificación de mandantes: siguiendo la política de riesgo de la compañía, **EISA** diversifica los mandantes con los que opera. Actualmente está desarrollando, 16 proyectos inmobiliarios y 89 obras para proyectos de ingeniería y construcción para 69 mandantes, lo cual permite tener una relación casi uno a uno 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 proyectos a 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.

Estabilidad de flujos en área construcción: A diferencia del segmento inmobiliario, cuya actividad depende de las perspectivas de los potenciales compradores de departamentos respecto de la situación del empleo y rentabilidad de los activos inmobiliarios, el segmento de Ingeniería y Construcción es desarrollado en base a proyectos en que **EISA** actúa como contratista. Las iniciativas de inversión, por lo tanto, se encuentran vinculadas a variables como el crecimiento del Producto Interno Bruto y el nivel de tasas de interés. Estas variables inciden directamente en la inversión en capital fijo y en las condiciones de financiamiento que se pueden obtener.

Este mercado se caracteriza por ser pro cíclico, es por lo tanto, más sensible que otras industrias ante variaciones en la actividad económica, pero se encuentra morigerado por el tipo de segmentos en que opera la emisora, en que el riesgo inmobiliario se encuentra más acotado.

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 sensible 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 doce terrenos a su disposición (considerando terrenos disponibles en Chile y Perú) que serán utilizados para proyectos que se encuentran en distintas etapas de desarrollo.

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 descalses 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 por lo informado por, **EISA**, por su estrategia orientada a protegerse de manera activa al definir 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.

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

Historia

La compañía inició sus actividades en octubre de 1978 y fue fundada por Fernando Echeverría, Álvaro Izquierdo y Francisco Silva. En sus comienzos se especializó en realizar pequeñas remodelaciones, reparaciones de casas, construcciones de piscinas, canchas de tenis y obras menores. En la década de los ochentas, después de la fuerte crisis que afectó al país, la empresa comienza a realizar proyectos de edificación en altura, logrando especializarse en la técnica del hormigón armado. En 1987, tras la partida de Francisco Silva, se incorpora Bernardo Echeverría Vial como socio de la compañía.

En 1988 nace VSL Sistemas Especiales de Construcción (empresa asociada), representante de la firma VSL International, y filial de ella a partir de 1995. VSL logra un liderazgo indiscutido en losas postensadas, muros de tierra retenida e ingeniería relacionada. Hoy tiene presencia tanto en Chile como en Argentina.

En 1989 la empresa ingresa al mercado de fundaciones especiales. Se crea Pilotes S.A. que introduce al mercado nuevas tecnologías. En 1998 nace Pilotes Terratest, como unión de Pilotes S.A. y Terratest Técnicas Especiales (España). Hoy esta filial, de acuerdo con lo informado por la administración de la matriz, es líder en geotecnia y fundaciones, con productos como anclajes postensados, micropilotes, columnas de grava y *soil nailing*, entre otros en Chile y Perú.

En los años siguientes la empresa comienza a participar en proyectos de construcción de mayor tamaño, destacando edificios de oficinas, habitacionales y centros comerciales y de servicios en el centro de Santiago y el sector El Golf.

En 1996 la constructora toma el nombre de Echeverría Izquierdo, Ingeniería y Construcción. Ese año se crea Echeverría Izquierdo, Inmobiliaria e Inversiones para administrar los proyectos inmobiliarios. En los años siguientes esta división desarrollará proyectos habitacionales en la Región Metropolitana de Santiago, el centro de Concepción y algunos en la V Región del país.

En 1998 se constituye Echeverría Izquierdo, Montajes Industriales, incorporándose como socio en esta filial Darío Barros Ramírez. Con presencia relevante en los mercados de montaje industrial y construcción de infraestructura. Echeverría Izquierdo es hoy un actor clave en los sectores minero, energético, petroquímico

y de celulosa. En los últimos años se ingresa al área de concesiones, desarrollando especialmente proyectos de estacionamientos subterráneos.

En 2007 se crea Echeverría Izquierdo S.A., constituyéndose como matriz del *holding*.

En 2011 Echeverría Izquierdo S.A. absorbe el 100% de las acciones de Echeverría Izquierdo Montajes Industriales, incorporándose Darío Barros R. como socio del *holding*. En 2011 nace Echeverría Izquierdo Perú, para abordar los negocios de montajes industriales, edificación e inmobiliario en el vecino país.

En agosto del año 2012 la sociedad se abrió a la bolsa, recaudando US\$ 88 millones por un 25% de la propiedad.

En 2013 se adquiere la totalidad de las acciones de Pilotes Terratest Chile y Perú, inversión que busca fortalecer la unidad Ingeniería y Construcción. Mientras que Montajes Industriales adquiere el 51% de la participación de Nexxo S.A., empresa especializada en la mantención industrial y limpiezas químicas, lo que amplía el espectro de servicios industriales en los que se participa.

En 2017 se aumenta la participación en Nexxo S.A a un 61%, y el 15 de diciembre de 2017 Pablo Ivelic asume la gerencia general corporativa.

Propiedad y administración

El detalle de los accionistas a junio de 2018 es el siguiente:

Nombre	% de propiedad
Inmobiliaria e Inversiones Vegas Negras Ltda ²	30,29%
Inm. e Inv. Pergue Ltda. ³	25,90%
Moneda SA AFI para Pionero Fondo de Inversión	10,01%
Inversiones Lago Kami Dos Spa	8,74%
Credicorp Capital SA Corredores De Bolsa ⁴	7,60%
Inversiones Baiz Ltda	4,52%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversión	2,64%
Inmobiliaria e Inversiones Abanico Ltda	2,25%
Inversiones Confluencia Ltda	2,25%
Inversiones Baiz Dos Ltda	1,98%
BCI Small Cap Chile Fondo de Inversión	0,90%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta.Nueva)	0,67%
Otros ⁵	1,31%
Acciones Propias en Cartera	0,95%
Total	100,00%

² Incluye 4.018.826 acciones en custodia (Credicorp).

³ Incluye 150.085 acciones en custodia (MCC).

⁴ Se descontaron 4.018.826 acciones indicadas en ².

⁵ Se descontaron 150.085 acciones indicadas en ³.

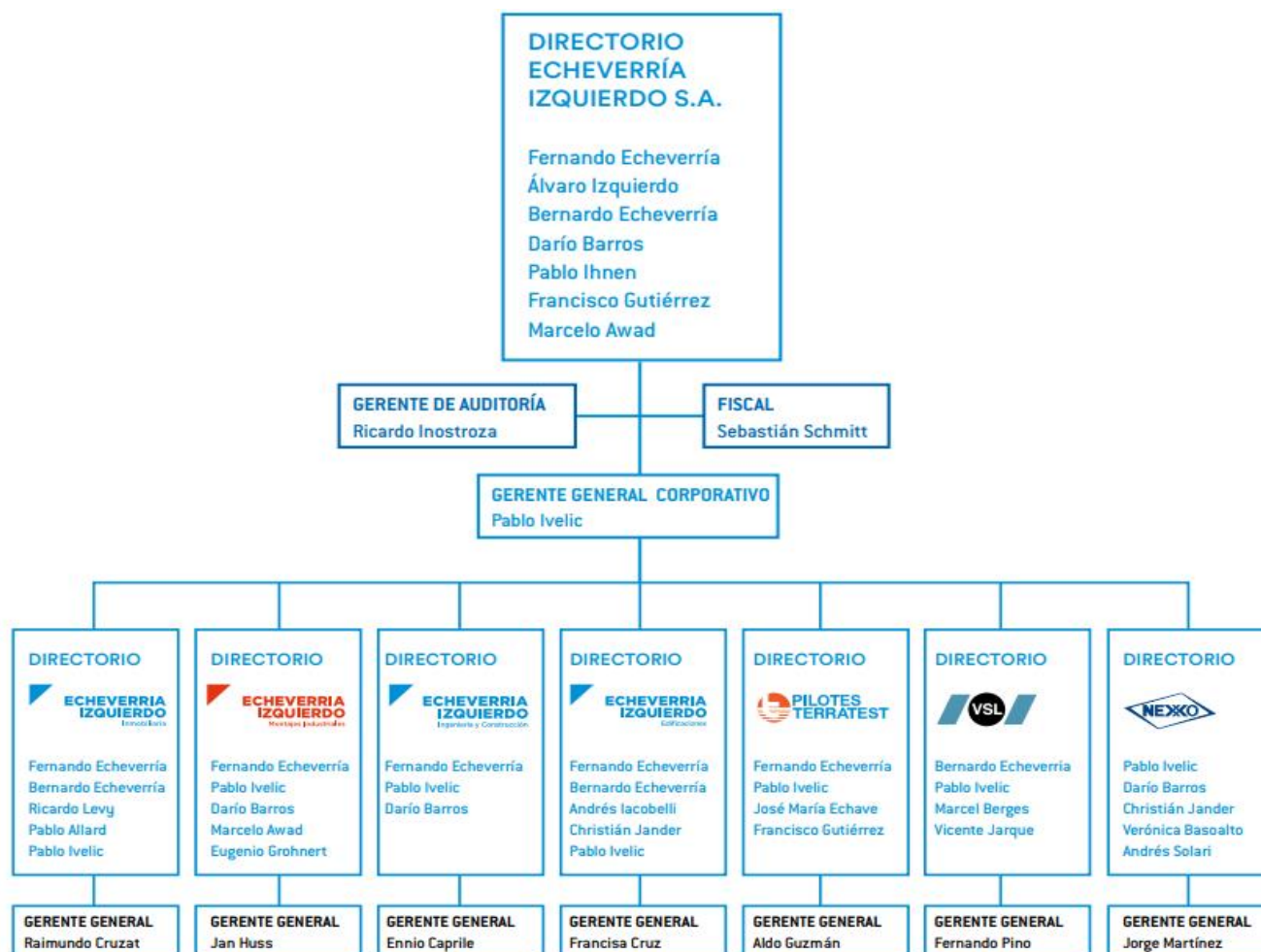
El directorio de **EISA** está conformado por siete directores reelegibles, por un periodo de tres años, al final del cual deberá renovarse totalmente. A continuación se detallan sus integrantes a junio de 2018:

Nombre	Cargo
Fernando Jose Echeverria Vial	Presidente
Dario Arturo Barros Ramirez	Director
Marcelo Awad Awad	Director Independiente
Bernardo Alberto Echeverria Vial	Director
Alvaro Gabriel Izquierdo Wachholtz	Director
Pablo Ihnen De La Fuente	Director
Francisco Ramon Gutierrez Philippi	Director

La administración de la compañía está liderada por Pablo Ivelic Zulueta, gerente general Corporativo y conformado por siete ejecutivos que se detallan a continuación:

Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento
Pablo Ivelic Zulueta	Gerente General Corporativo	15-12-2017
Ennio Caprile Vendrell	Gerente General Echeverría Izquierdo Ingeniería Y Construcción S.A.	15-12-2017
Cristian Saitua Doren	Gerente Corporativo De Finanzas De Echeverría Izquierdo S.A.	15-12-2017
Francisca Cruz Urrea	Gerente General Echeverría Izquierdo Edificaciones S.A.	15-12-2017
Raimundo Cruzat Correa	Gerente General Echeverría Izquierdo Inmobiliaria E Inversiones S.A.	01-08-2013
Jan Huss	Gerente General Echeverría Izquierdo Montajes Industriales S.A.	02-01-2012
Fernando Pino Hurtado	Gerente General SLI Sistemas Especiales De Construcción S.A.	01-07-2005
Aldo Guzman Giuliani	Gerente General Pilotes Terratest S.A.	03-02-1998

Estructura organizacional

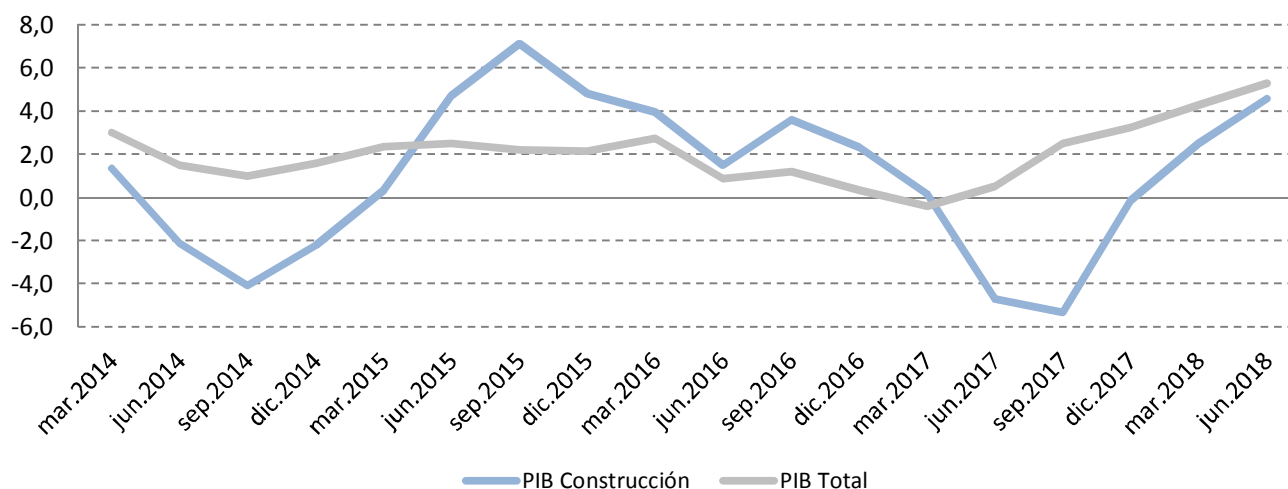


Descripción del negocio y antecedentes de la industria

El sector de la construcción es uno de los sectores de mayor relevancia de la economía chilena, representando un 6,5% del Producto Interno Bruto (PIB) del país durante 2017⁶. 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 procíclica, es decir más sensible a los períodos de expansión o de contracción de la economía, como se muestra en la Ilustración 1.

⁶ Fuente: Banco Central de Chile.

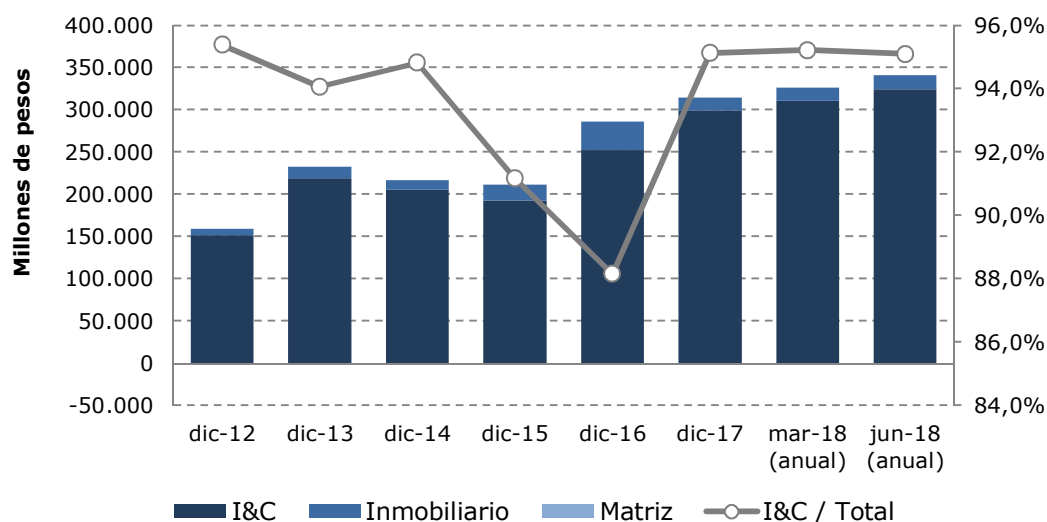
Ilustración 1
PIB total y PIB Construcción
Tasa de variación anual sobre series en base a precios encadenados (2014.T1-2018.T2)



EISA 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 2018 provienen en un 93,2% del segmento de construcción, el 6,8% del segmento inmobiliario, mientras que 0,03% restante proviene de la matriz. No obstante, la Ilustración 2 muestra que la relevancia del segmento de ingeniería y construcción a junio de 2018 se ha incrementado en un 8,4% respecto a diciembre de 2017.

Ilustración 2
Descomposición ingresos EISA



La descripción de cada segmento se resume a continuación:

Desarrollo inmobiliario

Se fundó formalmente en el año 1996 y desde ahí se ha constituido como una de las líneas de negocios más importantes de **EISA**. Sus primeros pasos fueron como sociedad de inversión, pero hoy en día cuenta con un equipo de aproximadamente 70 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 2.000 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.

Durante el año 2017 se creó formalmente el área de Innovación y Sustentabilidad con el fin de desarrollar un pensamiento creativo y disruptivo al interior de la sociedad inmobiliaria con el objeto de buscar innovaciones de manera sistemática, tanto en el proceso constructivo como en la formulación de los proyectos, abarcando iniciativas en las áreas de diseño de producto, constructibilidad, eficiencia energética y seguridad, entre otros aspectos.

Desde su creación, Echeverría Izquierdo Inmobiliaria ha participado en más de 65 proyectos, con un total de más de 10.000 unidades construidas, que representan una facturación total de más de USD \$ 1.000 millones.

En la actualidad, EI Inmobiliaria participa en proyectos en Santiago Centro, Ñuñoa, Macul, La Cisterna, Providencia, Lo Barnechea, Providencia, Antofagasta, Concepción, Viña del Mar, La Florida y Lima.

Montajes industriales

Empresa con presencia en los sectores de minería, energía y celulosa, logrando posicionándose 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 electro mecánico de proyectos mineros de cobre y oro, estanques de LPG, plantas de FGD y mantención de las plantas térmicas, entre otras.

Actualmente algunos proyectos que destacan, dentro de los que está ejecutando Echeverría Izquierdo Montajes Industriales en Chile, son: Techado de las Canchas de Carbón mediante Domo Geodésico para el complejo Bocamina de Enel (Domo Norte y Sur), Planta Tratamiento de Efluentes para Celulosa Arauco y Constitución, Horno de Cal y Planta de Caustificación (WLP) de la planta Celulosa CMPC Laja, Obras Civiles y Montaje Electromecánico del Proyecto de 24 Celdas de Flotación, DBNP 160 KTPD de Collahuasi, y Plantas de Acido N° 3 y 4 de la División Chuquicamata de Codelco. Por su parte, fuera de Chile, Echeverría Izquierdo

Montajes Industriales desarrolló actividades en la Central Térmica de Ciclo Simple de 700 MW en Mollendo, en el norte de Perú.

Dentro de esta área de negocio, **EISA** cuenta con tres empresas indirectas, siendo estas:

- Nexxo: Empresa dedicada al mantenimiento de sistemas industriales, limpiezas químicas y mecánicas.
- Echeverría Izquierdo Soluciones Industriales: Empresa dedicada a otorgar soluciones integrales mediante proyectos EPC.
- Pares y Alvares: Empresa asociada, especializada en brindar servicios de ingeniería, ya sean estudios conceptuales, ingeniería de detalles, gestión y provisión de plantas y proyectos.

Edificación y obras civiles

Es una filial de **EISA** que tiene por finalidad construir proyectos de edificación, ya sean oficinas, habitacional o proyectos de infraestructura. 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 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 Ingeniería y Construcción: 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.

Echeverría Izquierdo, 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.

Durante el año 2017, Echeverría Izquierdo Ingeniería y Construcción a través de Obras Civiles, y de la sociedad EI-OSSA., ha ejecutado la nueva Estación Los Leones para el Metro de Santiago, así como continuidad de la ejecución de las obras civiles de la Línea 6 correspondiente a los piques, galerías y túneles de los tramos 2b, 3 y 4 de la Línea 3, tramos 2 y tramo 3 norte, y el túnel que enlaza ambas líneas. Las obras de túneles ejecutados suman una longitud aproximada de 12 kilómetros de excavación y sostenimiento en suelos.

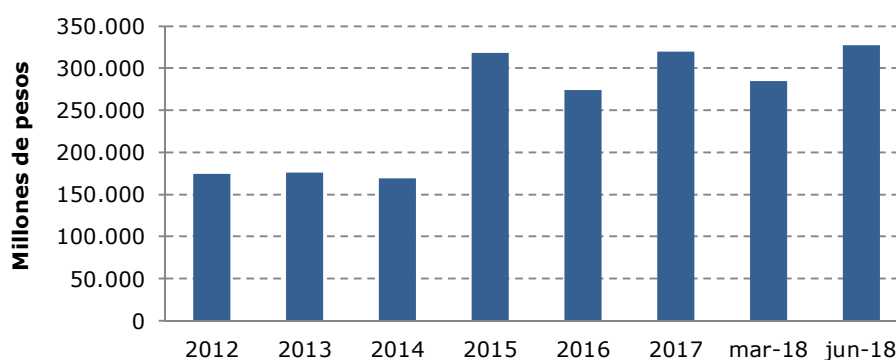
Adicionalmente durante el mes de noviembre, Echeverría Izquierdo Obras Civiles se adjudicó las obras de Ingeniería, suministro y construcción del proyecto Ascensores Línea 5 de Metro S.A, y en el mes de diciembre, la ejecución de la Etapa 1 de las Obras de Elevación y Vaciado de Estanques de Reserva de Agua para Consumo Humano de Aguas Andinas, ubicados en Pirque.

Antecedentes de actividad

A junio de 2018, el *backlog* de **EISA** llegó a los \$ 327.512 millones, de los cuales un 65,4% corresponde a proyectos de edificación y obras civiles, mientras que el 34,6% restante, corresponde a proyectos industriales. Cabe señalar, que la cifra señalada anteriormente considera tanto el saldo por ejecutar de aquellos contratos del segmento de ingeniería y construcción como la prorrata del saldo por ejecutar de aquellos contratos en los cuales la compañía tiene participación.

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

Ilustración 3
Evolución de *backlog* EISA



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 doce terrenos a su disposición, que representan el 28,5% 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 financiero³

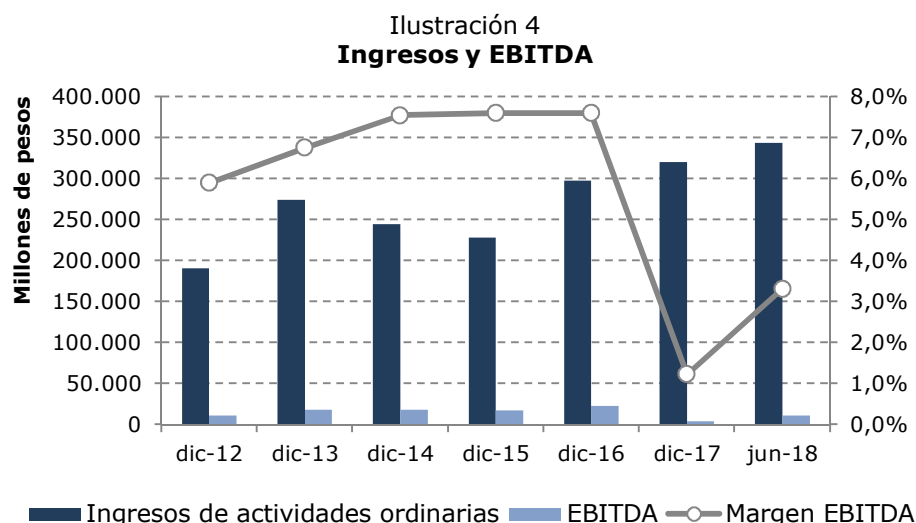
Evolución ingresos, resultados y EBITDA

Los Ingresos de la compañía han presentado un comportamiento creciente desde el año 2015 hasta la fecha de análisis del presente informe, con un alza de 14,2% entre el periodo equivalente de junio de 2017 y junio

⁷ Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a junio de 2018.

2018. Este incremento se explica principalmente por el segmento de ingeniería y construcción que registro un alza de un 19,9% en sus ingresos netos, alcanzando de este modo los \$ 151.792 millones.

El EBITDA alcanzó los \$11.093 millones a junio de 2018, representando un 3,3% de los ingresos del año móvil a esa fecha.



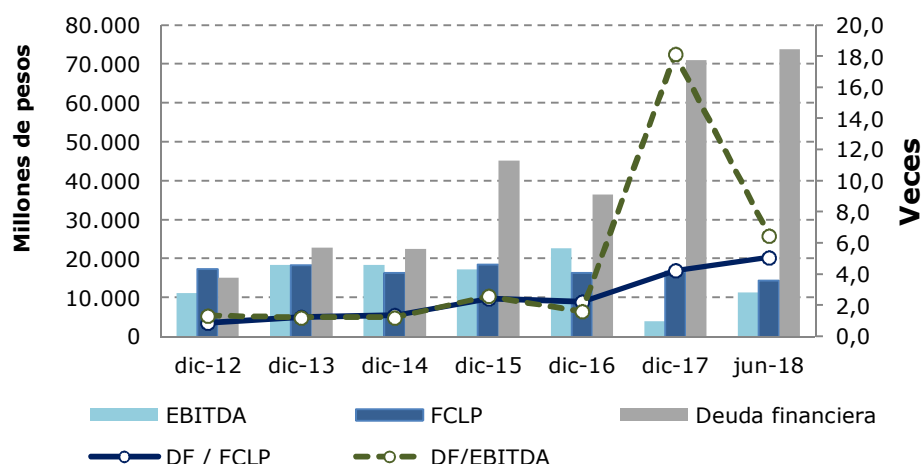
Endeudamiento

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre EBITDA, hasta el cierre de 2017 llegó a 18,1 veces, producto del incremento sostenido en la deuda financiera debido al 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. A junio de 2018 se aprecian mejoras en este indicador producto del alza en el EBITDA.

El indicador de deuda financiera sobre FCLP⁸, muestra una trayectoria creciente hasta junio de 2018, donde llegó a las 5,1 veces, tal como se aprecia en la ilustración 5. No obstante, si a la deuda financiera se deduce 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 2,9 veces.

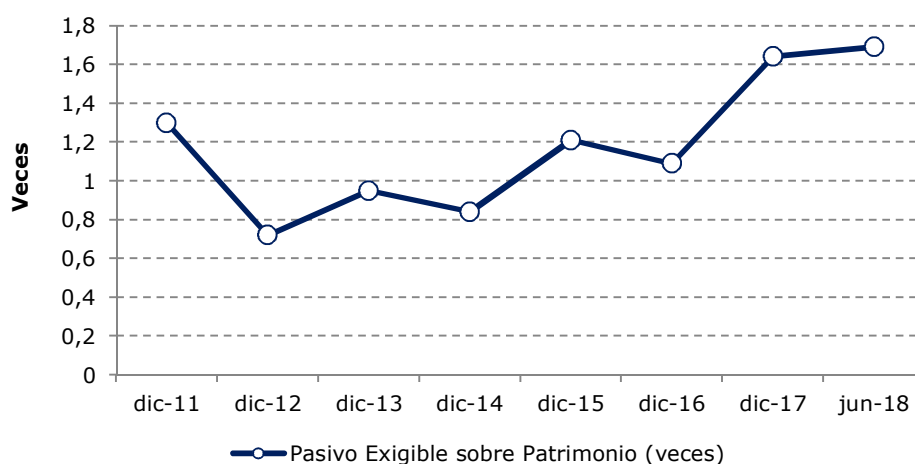
⁸ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 5
Deuda financiera, EBITDA, flujo de caja de largo plazo



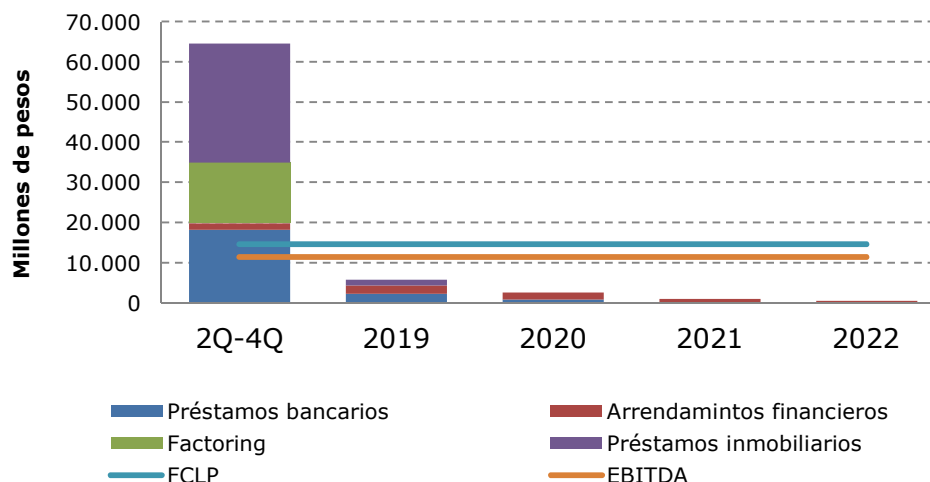
En tanto, la relación pasivo exigible sobre patrimonio, que es intensiva en esta industria, se ha incrementado hasta situarse en 1,7 veces a junio de 2018. Cabe señalar además, que los niveles de endeudamiento se ven influidos por la proporción que representa en cada momento la actividad inmobiliaria, línea de negocio que hace uso de un mayor apalancamiento que el negocio de ingeniería y construcción, tal como se muestra en la ilustración 6.

Ilustración 6
Evolución del endeudamiento



La ilustración 7, muestra el calendario de vencimiento de la deuda financiera vigente a junio de 2018. Como se puede apreciar en el gráfico, el FCLP no es suficiente para hacer frente a las amortizaciones de la deuda para los dos siguientes trimestres, estando la situación supeditada a la liquidación del activo corriente, básicamente cuentas por cobrar e inventarios, y/o refinanciamiento de pasivos.

Ilustración 7
Perfil de vencimientos

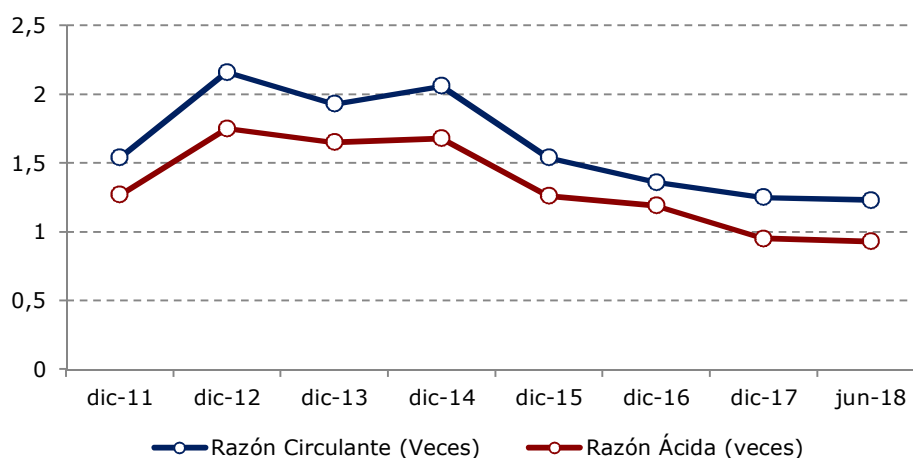


Dada la actual situación de la compañía, es que se está evaluando la posibilidad de iniciar una potencial emisión de bonos corporativo en el mercado local, propuesta que consideraría una emisión por un millón de UF, con una estructura de siete años (con dos de gracia). Los fondos recaudados serán usados en su totalidad para el refinanciamiento de sus pasivos bancarios.

Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) ha mostrado un deterioro desde diciembre del año 2013, llegando a 1,2 veces a junio de 2018, debido al incremento paulatino en los pasivos corrientes. En la siguiente ilustración se muestra la evolución de la liquidez. Asimismo, se observa que la razón ácida presenta un comportamiento similar a la razón circulante, llegando a una vez.

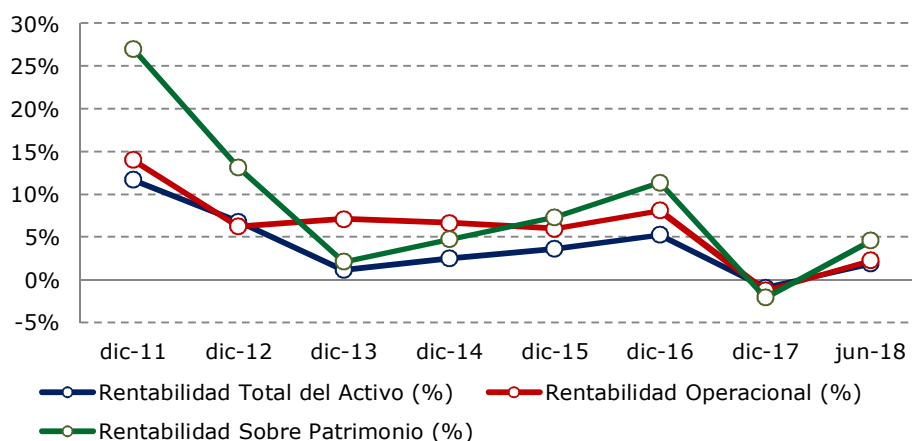
Ilustración 7
Razón Circulante (Veces)



Evolución de la rentabilidad

Las rentabilidades de la compañía, tanto operacional, del patrimonio como de los activos, han mostrado un comportamiento similar, alcanzando su punto máximo en 2011, por efecto de la recuperación de la actividad económica y de los buenos resultados exhibidos por la compañía ese año. Posteriormente tendieron a la baja, influidas por los menores resultados obtenidos por la compañía, impactados por el alza en los costos de la mano de obra, entre otros factores, mostrando una leve mejoría a junio de 2018.

Ilustración 8
Evolución de la rentabilidad



"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."