



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a s

Paula Acuña

Carlos García

Tel. (56) 22433 5200

paula.acuna@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Empresa Constructora Moller & Pérez-Cotapos S.A.

Enero 2020

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia EEFF base	BBB+ Estable 30 septiembre 2019

Características de las líneas de Bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años y 30 años
Monto máximo	UF 2.000.000 cada una.
Moneda de emisión	UF.
Representante de Tenedores de Bonos	Banco de Chile.
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los bonos que se emitan con cargo a la línea se destinarán a i) el refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales, independiente de que estén expresados en moneda nacional o extranjera; y/o ii) al financiamiento del programa de inversiones del emisor y/o sus filiales y/o iii) a otros fines corporativos generales del emisor y/o sus filiales.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> - EBITDA / Costos financieros mayor o igual a tres veces. - Deuda financiera / Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora menor o igual a 1,5 veces. - Patrimonio total mínimo de dos millones de UF. - Mantener al menos un 70% de los ingresos de actividades ordinarias consolidadas proveniente de los segmentos de construcción a terceros e inmobiliario.
Prepago	Salvo que se indique lo contrario en la respectiva Escritura Complementaria, el emisor podrá rescatar anticipadamente en forma parcial o total los bonos que se emitan con cargo a la línea, a contar de la fecha que se indique en las Escrituras Complementarias para la respectiva serie.
Garantías	El emisor no contempla garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del emisor.

Estado de resultados consolidado IFRS

Miles de pesos	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Sep 2019
Ingresos Ordinarios	125.540.873	133.049.399	133.596.014	85.353.290	165.619.662	110.021.071
Costo de Ventas	-107.417.308	-117.378.099	-120.186.934	-69.283.239	-137.370.187	-92.486.455
Gasto de administración y ventas	-9.669.264	-10.197.427	-10.433.131	-11.203.436	-15.367.269	-12.661.082
Resultado Operacional¹	8.454.301	5.473.873	2.975.949	4.866.615	12.882.206	4.873.534
Costos Financieros	-1.116.678	-785.833	-502.831	-282.821	-571.315	-912.949
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	1.049.780	5.153.507	10.490.183	7.084.575	11.202.386	4.512.936
EBITDA²	3.628.730	6.169.130	3.704.354	5.543.856	13.573.828	5.373.801

Estado de situación financiera consolidado IFRS

Miles de Pesos	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sep-19
Activos corrientes	98.268.470	117.095.984	134.248.689	121.030.386	137.480.398	198.589.696
Activos no corrientes	65.782.115	66.110.638	85.036.967	119.882.986	177.159.300	189.147.369
Total activos	164.050.585	183.206.622	219.285.656	240.913.372	314.639.698	387.737.065
Pasivos corrientes	81.470.412	97.355.605	106.077.360	129.267.823	186.944.924	240.845.935
Pasivos no corrientes	20.541.448	20.414.386	41.459.779	42.235.769	53.719.930	71.886.919
Patrimonio	62.038.725	65.436.631	71.748.517	69.409.780	73.974.844	75.004.211
Total pasivos y patrimonio	164.050.585	183.206.622	219.285.656	240.913.372	314.639.698	387.737.065
Deuda financiera	45.792.183	58.066.132	68.910.976	91.468.477	133.663.025	185.328.560

¹ Corresponde a ingresos de actividades ordinarias + costo de ventas + gastos de distribución y administración.

² Informado por la compañía en sus informes financieros.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Empresa Constructora Moller & Pérez-Cotapos S.A. (en adelante **Moller & Pérez - Cotapos**) es una compañía de construcción de obras civiles y de edificaciones inmobiliarias con una trayectoria de 58 años en el mercado, siendo un operador importante en el segmento de construcciones hospitalarias en Chile.

Durante 2018 la compañía tuvo ingresos por \$ 165.620 millones y un EBITDA de \$ 13.574 millones; poseía una deuda financiera de \$ 133.663 millones y un patrimonio de \$ 73.975 millones. Al tercer trimestre de 2019 tuvo ingresos por \$ 110.021 millones y un EBITDA de \$ 5.374 millones, una deuda financiera de \$ 185.329 millones y un patrimonio de \$ 75.004 millones.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de dos nuevas líneas de bonos por parte de **Moller & Pérez - Cotapos**, a 10 y 30 años, por un monto máximo de colocación de UF 2 millones cada una. Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a estas líneas se destinarán, según señala explícitamente el contrato de emisión, al refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales y/o al financiamiento del programa de inversiones del emisor y/o sus filiales y/o a otros fines corporativos generales del emisor y/o sus filiales. Para efecto de la clasificación se asume que el eventual incremento de la deuda, en lo fundamental, se destinaría a inversiones propias del giro de la empresa.

La clasificación de las líneas de bonos de **Moller & Pérez - Cotapos** en “*Categoría BBB+*” se fundamenta principalmente en la experiencia y trayectoria que presenta la compañía en el segmento construcción y en el inmobiliario. En el primer segmento, con más de 58 años de operación. Se reconoce su participación en las construcciones hospitalarias y de centros clínicos.

En lo que respecta al negocio inmobiliario, destaca el fuerte posicionamiento de la marca **Moller & Pérez - Cotapos** orientado a la venta de casas y departamentos en los sectores medio-alto residentes, principalmente, en las comunas del sector oriente de la capital. También se reconoce la ampliación y mayor diversificación del negocio por medio de la marca Convét, presente desde 2010 y enfocado a sectores medios.

También, como elemento relevante, el proceso de clasificación incorpora el hecho de que la compañía cuenta con una disponibilidad de terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos por un valor de \$ 98.500 millones lo que aseguraría el futuro funcionamiento de sus operaciones, factor fundamental para la continuidad del negocio inmobiliario. Cabe señalar que la disponibilidad de terreno, por su cuantía, entrega flexibilidad financiera a la compañía, ya sea porque pueden ser entregados en garantía, susceptibles de operaciones de *leaseback* o, en casos extremos, pueden ser enajenados.

De esta forma, si se considera el valor de los inventarios y casas susceptibles para la venta, a valor contable, y se suma el valor de los terrenos, se tiene que la relación activos inmobiliarios a deuda financiera asciende a

1,36 veces. Por su parte, si se excluye la deuda financiera asociada a proyectos inmobiliarios específicos, el saldo restante representa aproximadamente el 60% de los terrenos antes aludidos y valorizados en \$ 98.500 millones. En general, la actividad inmobiliaria tiene la ventaja que los créditos tomados se correlacionan con activos con valores de mercado relativamente estables, con márgenes del negocio que permiten reducir precios y/o ajustar la velocidad de venta de las casas y departamentos, dentro de parámetros razonables, y de igual forma cumplir con las obligaciones financieras, más allá del perjuicio en términos de rentabilidad para los accionistas.

Además, la compañía cuenta con una cartera atomizada de proyectos en ejecución, que a la fecha ascienden a más de 30 proyectos inmobiliarios (viviendas económicas, casas y departamentos) distribuidos en diversos sectores económicos y cinco proyectos hospitalarios ubicadas en diferentes regiones del país. A juicio de la clasificadora, la atomización de su cartera de proyectos es un elemento positivo dada la menor exposición ante debilidades de algún proyecto en particular o de 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.

La evaluación también valora que el negocio de construcción por cuenta de terceros opera con márgenes relativamente estables y conocidos en el tiempo, así como también el mayor desarrollo y profundización del sistema de financiamiento hipotecario, situación que favorece directamente el negocio inmobiliario e indirectamente el de construcción. En la actualidad es posible adquirir créditos hipotecarios hasta 30 años plazo; a ello se suma la coyuntura de bajas tasas de interés (independiente del alza de los últimos meses).

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 (salvo cuando es el Estado); por otra parte, en escenario de escasez y de incremento en los precios de insumos no es posible traspasar el mayor costo al precio de las obras ya adjudicadas (riesgo de presupuestación). Dentro del negocio inmobiliario, en períodos de recesión, 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.

Otros riesgos considerados en la clasificación de riesgo son los riesgos políticos y regulatorios, en efecto, 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 estos riesgos, 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. En este ámbito, dada la alta relación de la actividad constructor e inmobiliaria con organismos fiscales y municipales, cobra relevancia la capacidad de la compañía para dar cumplimiento a la ley N° 20.313.

También la clasificación toma en consideración que parte de la deuda financiera del emisor está asociada al negocio inmobiliario y que independiente cómo se utilicen estos recursos (directamente como deuda de proyectos específicos o como capital para sociedades inmobiliarias), en algunos casos este tipo de actividad implica que los activos subyacentes de un proyecto (inmuebles) quedan en garantía en favor de los bancos, de tal forma que las restantes deudas (o el retiro de dividendos, según correspondan) asumen el carácter de subordinado a las acreencias bancarias.

La clasificación de solvencia 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). Esta clasificación es la misma asignada a las líneas de bono; sin embargo, debe tenerse en consideración que las viviendas asociadas a los proyectos inmobiliarios muchas veces están garantizando deudas específicas, de este modo existen ciertas preferencias y subordinaciones implícitas entre los pasivos que implica diferencia en los niveles de riesgos, lo que, en algunos casos, podría ameritar diferencias en las categorías de riesgos de las obligaciones.

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

Finalmente, la evaluación incorpora el escenario actual, el cual, producto de la contingencia en materia político-social, podría tener un efecto relevante en el corto y mediano plazo en la economía en general, afectando el nivel de ventas de departamentos, el proceso de escrituración dadas las restricciones establecidas por las instituciones bancarias y los tiempos para la obtención de permisos, entre otros. En los hechos, de acuerdo con lo informado por la compañía, inició la escrituración de dos proyectos luego de octubre, los cuales han seguido el curso normal, sin embargo, la venta de unidades de entrega no inmediata ha disminuido su velocidad de venta diaria. En cuanto a los plazos de obra, este tuvo retrasos producto de la menor asistencia de los trabajadores en un tiempo acotado, sin embargo, esto no afectó la ruta crítica de los proyectos y no ha generado riesgo de incumplimiento de contratos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevada experiencia y trayectoria en el sector.
- Suficiencia inventarios.

Fortalezas complementarias

- Diversificación geográfica de proyectos en ejecución.
- Potencial crecimiento de demanda.
- Mayor estabilidad de los márgenes respecto de los ingresos del negocio de construcción.

Fortalezas de apoyo

- Posicionamiento de la marca.

Riesgos considerados

- Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés (riesgo permanente de alto impacto).
- Riesgo político y regulatorio.
- Necesidad recurrente de terrenos (riesgo de largo plazo).
- 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 por desfases de flujo (riesgo susceptible de ser administrado y acotado).
- Posibilidad de deudas implícitamente preferentes y subordinadas.

Hechos recientes

Diciembre 2018

A diciembre de 2018 la compañía presenta ingresos por actividades ordinarias de \$ 165.620 millones, siendo un 94,0% superior a lo presentado en 2017, esto se debe, por un lado, por el segmento construcción dados los avances de sus obras hospitalarias, en especial las adjudicadas durante 2017 y, por otro, por el segmento inmobiliario por la mayor escrituración a diciembre de 2018 de proyectos de alto valor de venta. El margen bruto de la compañía a diciembre de 2018 llega a \$ 28.249 millones siendo un 75,8% superior a lo presentado en 2017.

Durante el 2018 la compañía presenta un EBITDA y utilidad ascendentes a \$ 13.574 y \$ 11.202 millones, respectivamente. Además, la compañía presentaba deuda financiera por \$ 133.663 millones presentando un aumento de un 46,1% con respecto a 2017 y un patrimonio de \$ 73.975 millones.

Septiembre 2019

A septiembre de 2019, los ingresos totales de **Moller & Pérez - Cotapos** alcanzaron los \$ 110.021 millones lo que implica una disminución de 1,3% con respecto al mismo periodo de 2018, principalmente por el negocio inmobiliario que se compara con los nueve primeros meses de 2018, ejercicio que tuvo altas escrituraciones.

En cuanto el costo de venta alcanzo los \$ 92.486 millones permitiendo llegar a un margen bruto de \$ 17.535 millones siendo superior en un 6,7% con respecto al tercer trimestre de 2018.

Los gastos de administración y venta presentan un aumento de un 16,7% alcanzando los \$ 12.661 millones. Por último, la compañía presenta un EBITDA y una utilidad a septiembre de 2019 de \$5.374 millones y \$ 4.513 millones, respectivamente, lo que se traduce en una disminución de un 12,0% y un 27,6%, además presenta deuda financiera por \$ 185.329 millones y un patrimonio de \$ 75.004 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

Experiencia en sector: La compañía posee una elevada experiencia y trayectoria en el mercado de construcción y segmento inmobiliario operando desde 1961. En el segmento inmobiliario ha desarrollado más de 176 proyectos con alrededor de 2.350 mil m^2 . En tanto, en el segmento de construcción a terceros posee vasta experiencia en la construcción de recintos hospitalarios, desarrollando alrededor de 26 hospitales y centros médicos a lo largo de Chile con más de 991 mil m^2 construidos, entre las obras más destacadas se encuentra el Hospital de Puerto Montt (hospital más grande de Chile), Hospital de Angol, Hospital Higuera Talcahuano, Clínica Las Condes, Clínica Bicentenario y Hospital de Arica, entre otros.

En los hechos, la empresa ha enfrentado exitosamente crisis económicas que han ocurrido en el pasado, como fue la crisis sub prime en el año 2009, entre otras.

Diversificación de proyectos: La compañía mantiene un número significativo de proyectos en ejecución, lo cual se refleja en el hecho que actualmente está desarrollando 35 obras inmobiliarias, con énfasis en la Región Metropolitana con 27 proyectos y cinco en regiones. Además, en el segmento de construcción a terceros posee cinco proyectos hospitalarios en ejecución en diversas regiones del país.

Potencial crecimiento de la demanda: La profundización del sistema de créditos hipotecarios favorece directamente el negocio inmobiliario por cuanto financia la demanda. Además, esto se acompaña por la coyuntura de las bajas tasas (incluso previendo un alza por los hechos que han afectado al país desde octubre de 2019).

Adicionalmente, la compañía posee dentro del segmento inmobiliario, la venta de viviendas económicas, sector que presenta un potencial crecimiento de demanda y que representa gran parte de la población en Chile.

Suficiencia de inventarios: La compañía cuenta con un nivel de inventarios suficiente para asegurar la continuidad de flujos en el mediano plazo, tanto por los proyectos vigentes como por los que podría ejecutar dada su alta disponibilidad de terrenos. A modo ilustrativo de su potencial queda de manifiesto al constatar que posee un valor de \$ 98.500 millones de terrenos para futuros proyectos y \$ 6.470 millones de propiedades para la venta lo que le permite cubrir un 56,6% del total de la deuda financiera y aproximadamente 1,7 veces la deuda adquirida por la compra de terrenos.

Posicionamiento de la marca: La marca **Moller & Pérez - Cotapos** dispone de una amplia reputación en el mercado en la venta de casas y departamentos en la Región Metropolitana en el sector oriente. Además, de acuerdo con la información entregada por la compañía, es reconocida en segundo lugar en el ICM (Índice de Capital de Marca)³ más confiable del país. En cuanto al segmento de construcción de terceros, posee el primer lugar en reconocimiento por m² construidos en hospitales⁴.

Estabilidad de los márgenes en sector construcción a terceros: En el segmento construcción a terceros los márgenes, como porcentaje de los ingresos, tienden a ser más estables (salvo excepciones) en comparación con el sector inmobiliario. En los hechos, en los últimos tres años el margen bruto del primer segmento ha fluctuado entre 10% y 12,5%, mientras que el margen bruto del segmento inmobiliario, en el mismo periodo, ha fluctuado entre 28,9% y 35,9%.

Factores de riesgo

Sensibilidad a los ciclos económicos y a la tasa de interés: El sector Inmobiliario y de Construcción es altamente sensible a los cambios en las variables económicas y sus ciclos. Específicamente, el área de 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. El sector inmobiliario podría experimentar cambios significativos por variaciones en la demanda de unidades del segmento objetivo. En 2009, cuando el PIB cayó 1,0 % el sector construcción lo hizo en 5,3%.

³ Estudio realizado por la consultora GfK, sobre la imagen de las empresas inmobiliarias en Chile en el año 2018.

⁴ Dato entregado por la compañía en base a las licitaciones con el Ministerio de Salud.

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 el rubro inmobiliario y de construcción, 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.

Disponibilidad de terrenos: En el sector inmobiliario la disponibilidad de terrenos para desarrollar proyectos es uno de los puntos fundamentales y críticos del negocio para la continuidad del negocio. En la actualidad la sociedad mantiene un valor de terrenos para futuros proyectos de \$ 98.500 millones; no obstante, en una perspectiva de largo plazo, la posesión de terrenos es un desafío permanente.

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 que gran parte son del Estado. 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 operación de los proyectos en el sector construcción-inmobiliario determina la existencia de este riesgo (desfase prolongado entre momento en que se producen los costos y la fecha de venta del producto). En este sentido, la velocidad de ejecución de los proyectos es relevante por cuanto se reduce el riesgo de cambios en las condiciones económicas (pero no se puede eliminar como lo han mostrado los hechos recientes).

Posibilidad de deudas implícitamente preferentes: Los proyectos inmobiliarios tienden a ser financiadas por acreedores que toman en garantía las viviendas asociadas a dichos proyectos. En este sentido, tales acreedores, implícitamente, tienen preferencias en relación con aquellos que no disponen de garantías específica de igual calidad. A septiembre el 96% de la deuda de la **Moller & Pérez – Cotapos** disponía como garantía los activos de los proyectos en ejecución.

Antecedentes generales

La compañía

Moller & Pérez - Cotapos S.A., fundada en el año 1961, se enfoca principalmente en el desarrollo y construcción de obras civiles y en edificaciones inmobiliarias en altura y en extensión en el segmento medio-alto y viviendas económicas. En el segmento construcción presenta amplia participación, tanto en la Región Metropolitana como en regiones.

A septiembre de 2019, la compañía percibe el 58,1% de los ingresos por el segmento construcción a terceros teniendo en la actualidad cinco proyectos en ejecución.

La compañía es controlada por Fernando Frías, Ramón Yávar, las familias Selume y Varela con un 51,0% de participación en la propiedad a través de un pacto controlador entre ellos.

La estructura organizativa de **Moller & Pérez – Cotapos** se muestra en la siguiente Ilustración:

Ilustración 1
Estructura Organizacional

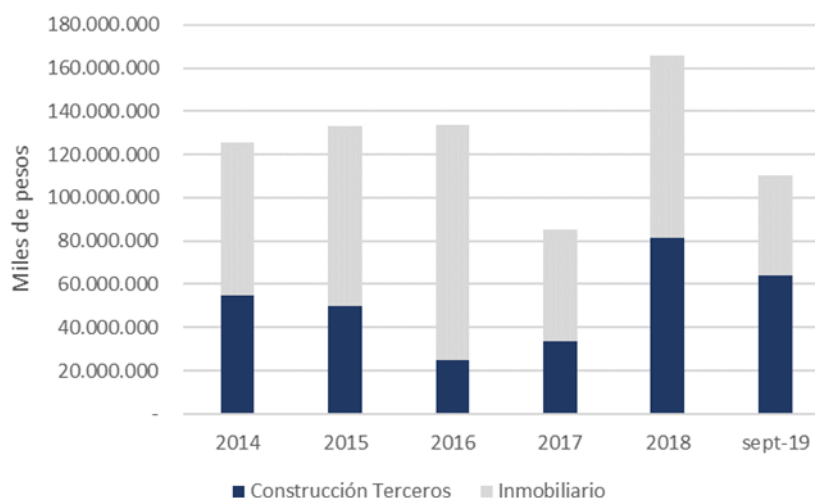


Composición de los flujos

Moller & Pérez – Cotapos, como se mencionó, realiza sus operaciones a través de dos líneas de negocios: Construcción a terceros e Inmobiliario, en este último segmento cuenta con dos marcas, la tradicional, identificada con su razón social y orientadas a residencias de alto valor y Convet dedicada al desarrollo de viviendas económicas.

La distribución de los ingresos a septiembre de 2019 proviene, aproximadamente, en un 58,1% (ingresos sin anualizar) del segmento de construcción, en tanto el segmento inmobiliario representa cerca del 41,9%. La Ilustración 2 muestra la distribución de ingresos desde el ejercicio de 2014.

Ilustración 2
Distribución de los ingresos
(2014 – septiembre 2019)

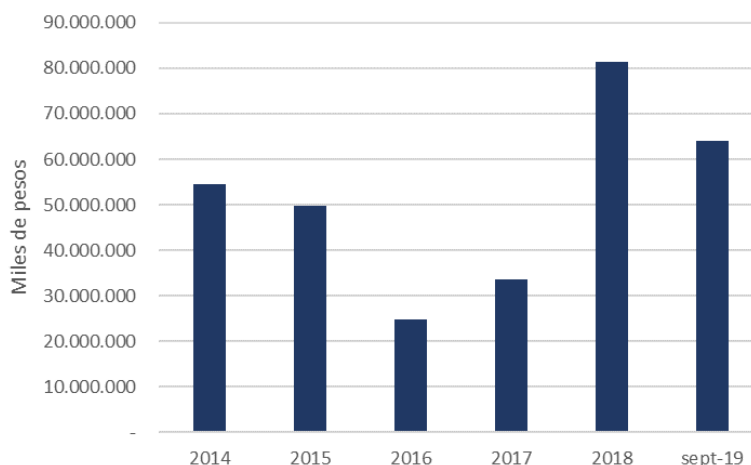


Líneas de negocio

Construcción a terceros

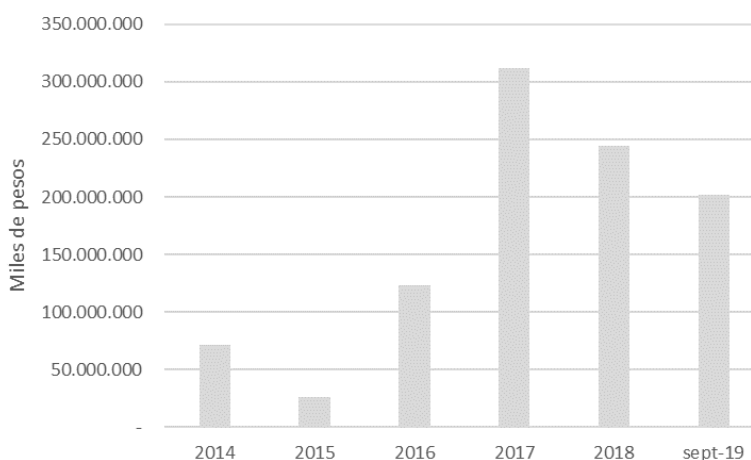
El segmento construcción a terceros es el que aporta mayor porcentaje a los ingresos de **Moller & Pérez – Cotapos** la cual se dedica principalmente a la edificación de recintos hospitalarios, así como también universidades y otros. Como se muestra en la Ilustración 3, los ingresos por este segmento muestran una disminución entre los años 2014 y 2016, exhibiendo un crecimiento en 2017 y 2018, alcanzando en este ultimo los \$ 81.282 millones producto de mayores avances en la construcción de las obras hospitalarias. A septiembre de 2019, los ingresos llegan a los \$ 63.958 millones (valor no anualizado).

Ilustración 3
Ingresos segmento Construcción
(2014 – septiembre 2019)



A septiembre de 2019, el *backlog* de la compañía alcanza \$ 201.700 millones, tal como se muestra en la Ilustración 4.

Ilustración 4
Evolución *backlog*
(2014 – septiembre 2019)



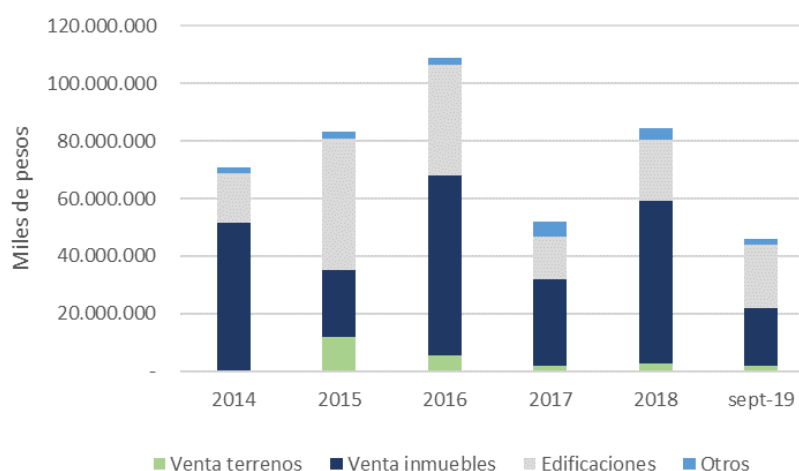
Desarrollo inmobiliario

El segmento inmobiliario tiene una línea de negocios dedicada al desarrollo y venta de proyectos inmobiliarios para el segmento medio-alto, tanto casas como departamentos, ubicadas principalmente en la Región Metropolitana, preferentemente en las comunas del sector oriente de la capital. Recientemente expandió sus actividades a Concepción.

Además, como ya se mencionó, con la marca Convent, atiende el segmento medio desarrollando viviendas económicas de calidad en comunas como La Florida, Ñuñoa, Quillota, Colina, Talagante y otras.

Tal como muestra la Ilustración 5, el segmento inmobiliario tuvo un crecimiento entre 2014 y 2016, disminuyendo en 2017 pero dado que la escrituración de un proyecto fue en 2016 con un valor de venta alto, revirtiendo la situación en 2018⁵. A septiembre de 2019, el segmento inmobiliario se divide en Venta de terrenos (4,0%), Venta de inmuebles (43,2%) lo que incluye casas y departamentos, Edificaciones (48,2%) y Otros (4,5%).

Ilustración 5
Ingresos segmento Inmobiliario
(2014 – septiembre 2019)



Análisis financiero

Evolución ingresos, resultados y EBITDA⁶

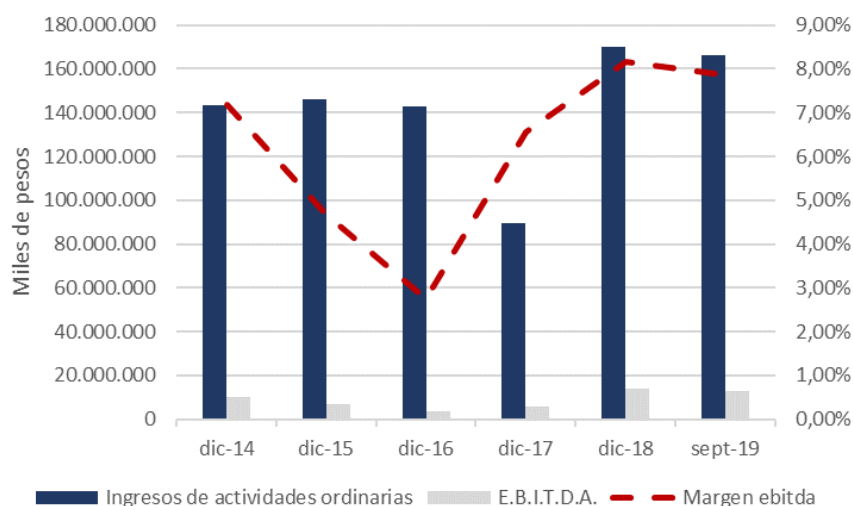
Los ingresos de la compañía fueron estables entre 2014 y 2016 exhibiendo una disminución en 2017 debido al segmento inmobiliario que escrituró dos de sus proyectos por adelantado en el año 2016. Posteriormente, los ingresos presentan una mejora en 2018 y el año móvil a septiembre de 2019 alcanzando \$ 166.053 millones.

El EBITDA alcanzó los \$13.034 millones a septiembre de 2019, representando un 7,9% de los ingresos del año móvil a esa fecha.

⁵ Los ingresos dependen de los niveles de escrituración, lo cuales, por diversas razones, pueden adelantarse o retrarsarse en proyectos específico, llevando a variaciones en los ingresos en las comparaciones interanuales

⁶ 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 septiembre de 2019.

Ilustración 6
Ingresos y EBITDA
(2014 – septiembre 2019 anualizado)



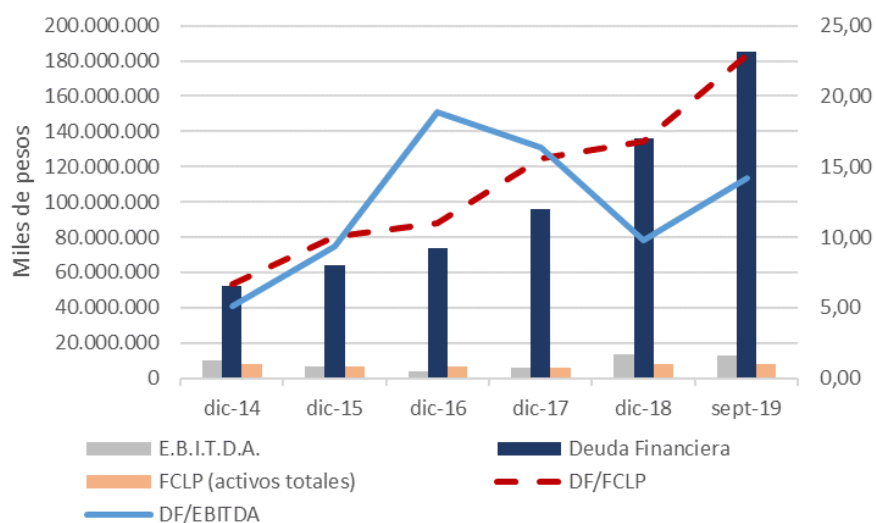
Endeudamiento

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre EBITDA, hasta septiembre de 2019 llegó a 14,2 veces, mostrando cierta volatilidad en todo el periodo de evaluación. Si bien el EBITDA ha ido en aumento en los últimos dos periodos, la deuda financiera exhibe un fuerte crecimiento desde diciembre de 2018 alcanzando a septiembre de 2019 los \$185.329 millones.

El indicador de deuda financiera sobre FCLP⁸, muestra una trayectoria creciente hasta septiembre de 2019, donde llegó a las 23,0 veces, tal como se aprecia en la Ilustración 7. No obstante, si a la deuda financiera se deduce aquellos inventarios susceptibles de ser vendidos y terrenos y obras en construcción de corto y largo plazo y los terrenos para futuros proyectos este indicador llega a 4,7 veces.

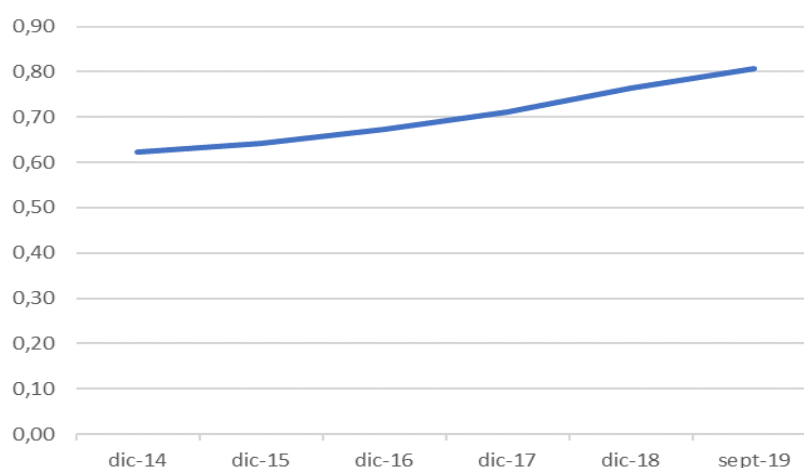
⁸ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde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

Ilustración 7
Ingresos y EBITDA
(2014 – septiembre 2019 anualizado)



En tanto, la relación pasivo exigible sobre patrimonio toma el valor de 4,2 veces a septiembre de 2019. 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 8.

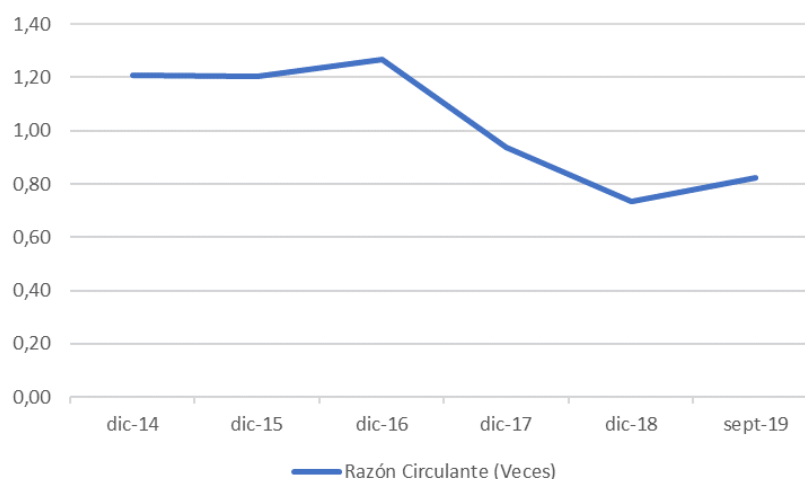
Ilustración 8
Endeudamiento
(2014 – septiembre 2019 anualizado)



Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) muestra una tendencia a la baja, dado que ha acumulado en los últimos años la mayor parte de su deuda financiera en el corto plazo alcanzando a septiembre de 2019 un valor de 0,82 veces.

Ilustración 9
Razón Circulante (Veces)
(2014 – septiembre 2019 anualizado)

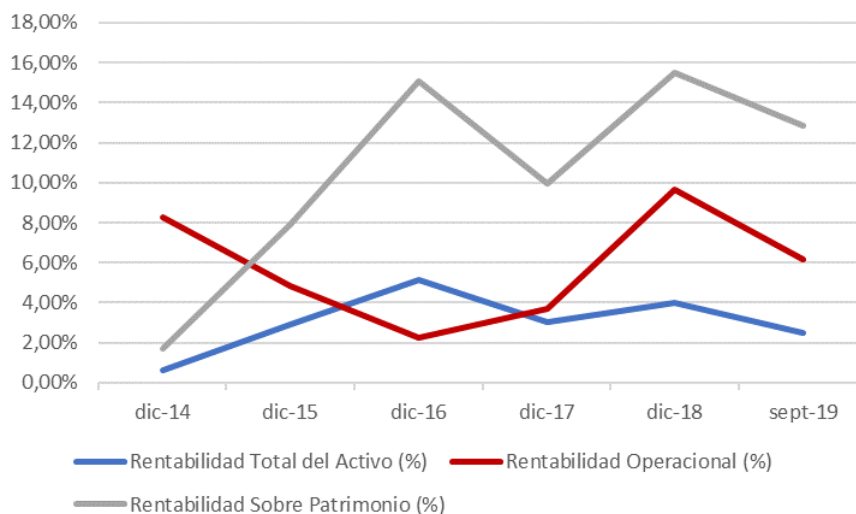


Evolución de la rentabilidad

Las rentabilidades de la compañía, tanto operacional, del patrimonio como de los activos, han mostrado una tendencia volátil en los periodos analizados llegando a septiembre de 2019 a 6,2%, 12,8% y 2,5% respectivamente.

El aumento de utilidad se debe principalmente por gran aumento en los ingresos operacionales presentados en el año 2018 y septiembre de 2019 por la compañía, los cuales se deben a un aumento de las cantidades vendidas.

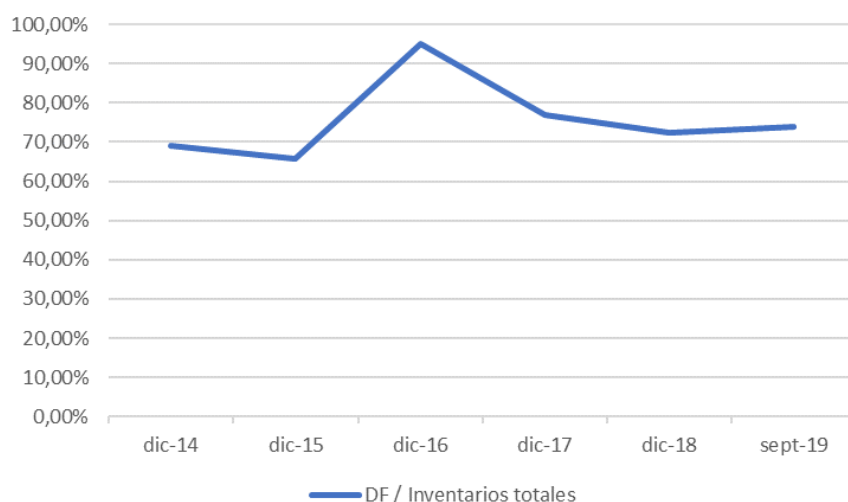
Ilustración 10
Rentabilidades (%)
(2014 – septiembre 2019 anualizado)



Obligaciones financieras sobre nivel de inventarios

La relación deuda financiera sobre inventarios se ha mantenido alrededor del 70% en casi todo el periodo de evaluación a excepción del año 2016 donde alcanza un valor superior al 90% por mantener menores niveles de inventarios corrientes. Con todo, a septiembre de 2019, la compañía tiene inventarios por \$ 251.245 millones, alcanzando un indicador DF / Inventarios totales de 73,8%.

Ilustración 11
Deuda financiera sobre inventarios (%)
(2014 – septiembre 2019 anualizado)



Principales ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T3
Liquidez (veces)	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Razón Circulante (Veces)	1,2	1,2	1,3	0,9	0,7	0,8
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,0	1,0	1,1	0,9	0,7	0,8
Razón Ácida (veces)	0,8	0,5	0,9	0,5	0,4	0,3
Rotación de Inventarios (veces)	3,3	2,4	2,4	1,6	2,5	1,2
Promedio Días de Inventarios (días)	111,4	154,3	153,1	228,8	145,1	308,7
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,9	4,6	3,5	1,5	2,5	2,3
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	127,9	79,3	105,5	246,4	147,4	155,8
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,6	3,8	4,8	2,8	4,6	3,9
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	79,6	96,2	76,0	129,0	79,3	94,4
Diferencia de Días (días)	-48,2	16,9	-29,5	-117,4	-68,1	-61,4
Ciclo Económico (días)	-159,6	-137,4	-182,6	-346,2	-213,1	-370,0

Ratios de endeudamiento	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T3
Endeudamiento (veces)	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,6	1,8	2,1	2,5	3,3	4,2
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	4,0	4,8	2,6	3,1	3,5	3,4
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	5,1	9,3	18,8	16,4	9,8	14,2
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Veces que se gana el Interés (veces)	2,0	8,2	20,7	30,3	25,0	10,6
Ratios de rentabilidad	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T3
Margen Bruto (%)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Margen Neto (%)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Rotación del Activo (%)	0,8	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4
Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Inversión de Capital (%)	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	7,5	6,7	4,7	-10,4	-3,4	-3,9
Rentabilidad Operacional (%)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1

"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."