

Sector Construcción e Inmobiliario

Benjamín Espinosa

benjamin.espinosa@humphreys.cl

Paula Acuña

paula.acuna@humphreys.cl

El sector construcción e inmobiliario, y así lo muestran las variaciones en su actividad, es comparativamente más riesgoso, situación que suele reflejarse en las clasificaciones de riesgo. Sin embargo, cuando se evalúa la capacidad de pago de la deuda de las empresas, es importante saber distinguir la realidad específica de cada una de ellas lo que puede implicar el uso de criterios distintos al que utiliza un analista que sigue el precio de las acciones.

Cuando se efectúa una clasificación de riesgo (que mide solvencia y no valor económico), lo más relevante no es si una empresa tendrá o no utilidades el próximo período, sino cuál es su capacidad para seguir operando y cumplir con sus compromisos, aun cuando enfrente un entorno desfavorable. Y bajo esta perspectiva, la experiencia parece mostrar, ratificado por la pandemia, que las compañías de mayor tamaño tienen un riesgo crediticio sustancialmente menor que las de menor escala, al margen que la variación de sus ingresos y resultados sean similares. Dado ello, **Humphreys**, en su constante esfuerzo por mejorar la calidad de sus *ratings*, ha efectuado un sucinto estudio del sector construcción, el cual, en el futuro, si corresponde, puede ser introducido con mayor énfasis en los criterios de evaluación.

Con todo, cabe destacar que **Humphreys** siempre ha entendido que su función es la evaluación de emisores de deuda y no de industria, por lo tanto, siempre ha hecho la distinción entre los riesgos del sector y el de una empresa; asimismo, su metodología logra distinguir entre los riesgos que afectan a un accionista y aquel que influye en un acreedor.

¹ El volumen a precios del año anterior encadenado es obtenido del índice promedio de 2013 que se iguala al valor nominal de la

Reporte

La pandemia produjo un escenario particularmente adverso a gran parte de las empresas, generando consigo diversos problemas económicos y afectando muy severamente a algunas industrias, entre ellas al sector construcción e inmobiliario lo cual se evidencia al observar la caída del PIB de dicho rubro en 2020, el cual presentó un impacto mayor al cambio en el producto interno bruto, exhibiendo incluso caídas de 29,56% para los primeros seis meses de 2020 respecto el mismo periodo del año anterior, tal como se aprecia en la Ilustración 1.¹

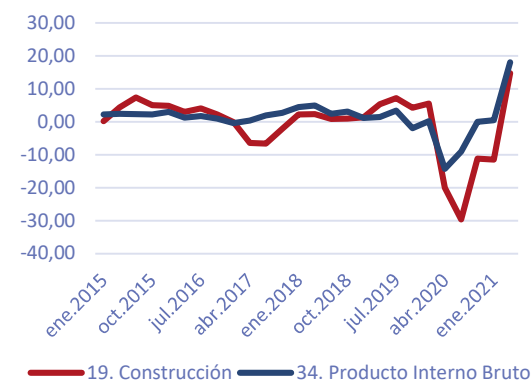


Ilustración 1: PIB total y PIB Construcción: Tasa de variación anual (mismo periodo año anterior) sobre series en base a precios encadenados (2015, T1-2021)

Sin embargo, cuando se habla de una industria las características agregadas no necesariamente se reflejan sin matices en cada una de las empresas del

serie de dicho año. Las series encadenadas pierden la propiedad de aditividad que presentan las series en base fija, por lo cual los agregados difieren de la suma de sus componentes.

sector, elemento que no puede ser ignorado cuando se califica la capacidad de pago de una entidad. Dado ello, desde una perspectiva de solvencia, **Humphreys** analizó ocho empresas de relevancia dentro de la industria², comparándolas con empresas, también del rubro, que solicitaron su quiebra en estos últimos periodos producto de la crisis sanitaria midiéndose niveles de ingresos, unidades vendidas, deuda financiera y utilidades de las compañías.

La experiencia muestra que las empresas de relevancia poseen la ventaja que ofrece la escala de operación, situación que tiende a darse en casi todas las industrias competitivas. Por ello, es importante de verificar si las ocho empresas seleccionadas para el análisis destacan realmente por el tamaño de su operación (pese a la escasez de datos).

En primer lugar, resulta necesario cuantificar y definir cuantas empresas inmobiliarias y constructoras existen en Chile. Para esto se utilizaron distintas fuentes de información con diferente grado de formalidad. Si se consideran los socios de la Cámara Chilena de Construcción (CChC), definidos como, participantes de la industria de la construcción e inmobiliaria, se presentan más de 790 socios³. Por otra parte, en su *web* el Banco Estado muestra 293 inmobiliarias⁴. Si se recurre a TOC TOC, portal inmobiliario, se muestra un listado de más de 270 inmobiliarias⁵. Finalmente, en una fuente más

informal, como es el caso de un artículo periodístico, Roberto Bascuñán, gerente general de la inmobiliaria Norte Verde señala que en la industria participan más de 200 empresas⁶. Con todo esto se puede aseverar, con cierto fundamento, que las empresas de construcción e inmobiliaria superan las 200 entidades, cifra que incluso podría ser muy superior a tal cantidad.

Por otra parte, se recopilaron las unidades vendidas de las ocho empresas incluidas en el análisis y se contrastaron con las unidades vendidas a nivel nacional⁷, obteniendo participaciones promedio de los últimos tres años en torno a 0,8% y 4,7%. La suma de estas ocho empresas implicaría una participación de mercado del 18,7% para el año 2018, de 20,7% para el año 2019 y de 16,0% para 2020. De lo anterior, se podría deducir que alrededor del 80% del mercado se reparte entre más de 200 empresas lo que significaría que estas, salvo excepciones, mantienen en promedio participaciones inferiores al 0,5%.

² Para efectos del trabajo se incluyeron las empresas Ingevec, Besalco, Socovesa, Moller y Pérez Cotapos, Paz Corp, Echeverría Izquierdo, Salfacorp e información de la clasificadora.

³ <https://cchc.cl/nosotros/directorio-socios/santiago>

⁴ <https://bancoestado.enlaceinmobiliario.cl/inmobiliarias>

⁵ https://www.toctoc.com/inmobiliarias?o=link_menu

⁶ Disponible en <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=448008>

⁷ Total nacional de viviendas obtenido de la Cámara Chilena de Construcción para los años de análisis.

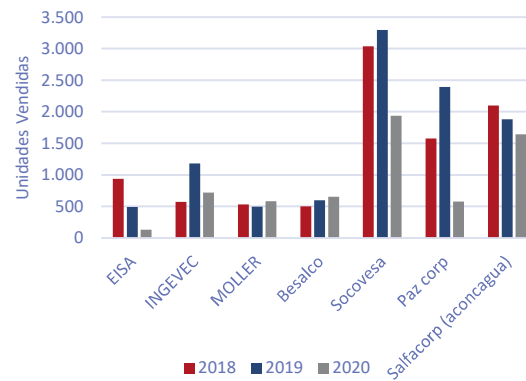


Ilustración 2: Unidades vendidas por empresa durante 2018-2020

Por otra parte, de lo mencionado anteriormente, se desprende que la realidad de las empresas del sector difiere sustancialmente, en especial al contrastar al grupo de empresas líderes, entre ellas las incluidas en este análisis con el resto de la industria compuesta por muchos operadores de baja importancia relativa. Esta distinción es relevante cuando se evalúa la viabilidad de largo plazo de las compañías, por cuanto si bien todas están expuestas a los mismos ciclos económicos, existen diferencias sustanciales para poder enfrentar períodos de crisis como la pandemia actual.

Las empresas líderes también presentan impactos negativos en sus resultados financieros, como se muestra en la Ilustración 3, donde todas las inmobiliarias analizadas presentaron caídas en sus

utilidades para el año 2020, producto principalmente de la baja en los ingresos. Pero al lograr mantener su continuidad pueden revertir la baja de sus resultados, como ocurrió parcialmente el primer semestre de 2021 donde las empresas analizadas, si bien se mantienen bajo los niveles pre-pandemia, incrementaron hasta un 48% sus ingresos en relación con igual período de 2020, tal como se aprecia en la Ilustración 3.

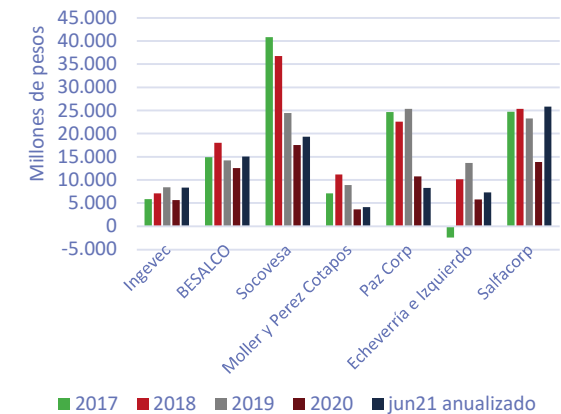


Ilustración 3: Ganancias (pérdidas) inmobiliarias (2017-jun21(UDM))

Los hechos muestran que las empresas que cayeron en insolvencia durante la crisis sanitaria exhibían un volumen de operación distante de aquellas incluidas en el análisis, al menos si se asume que el monto de lo adeudado es un buen indicador para tales efectos. Así, las empresas fallidas⁸ mantenían pasivos entre \$ 800 millones (HF Constructores Limitada) y \$ 28.000

⁸ Entre ellas se encuentran Constructora Dimar 2, HFC Constructores Limitada, Constructora Brotec, Constructora Sae, inmobiliaria Arauco, constructora 3L y constructora Loga.

millones (constructora Arauco), muy distantes de las líderes que a junio de 2021 mantenían deudas financieras en su mayoría, salvo Ingevec, superior a los \$ 100.000 millones. Es más, Ingevec, con una deuda financiera de \$ 71.320 millones, la menor del grupo seleccionada, supera en 2,5 veces los pasivos de la quiebra más relevante.

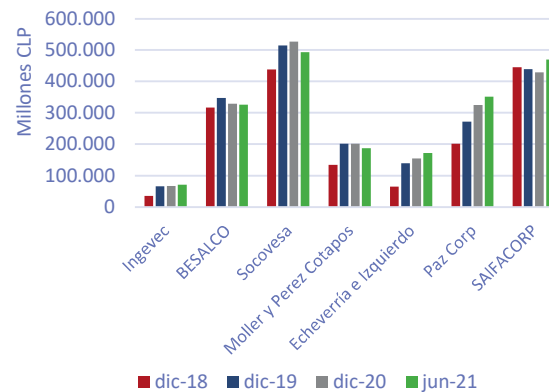


Ilustración 4: Deuda financiera (2018-jun2021)

Entre las principales ventajas que presentan las empresas de más envergadura es la mayor predisposición del sistema financiero para apoyar su liquidez en entornos adversos. Si bien todas las compañías, pequeñas y grandes, tienen activos para aminorar la pérdida esperada de los acreedores, las de mayor tamaño se benefician por el aforismo que dice que una deuda pequeña es un problema para el deudor y una grande para el acreedor. Pero, además, la mayor escala permite disponer de profesionales con experiencia en el manejo financiero, diversidad

de financiamiento y una marca de “peso”, todo lo cual ayuda a gestionar las crisis de liquidez.

Lo anterior puede quedar implícitamente reflejado en los efectos que tiene para el sector el aumento en el precio de los insumos, ya que afecta los resultados si difieren de los tomados como referencias para efectos de la presupuestación. Si se analiza el aumento de costos medido con el índice general de costos de edificación tipo medio entregado por la CChC, se comienzan a apreciar alzas con variaciones anuales mayores a 8% desde abril 2021, llegando a variar para julio en 9,7% respecto al mismo periodo del año anterior. Si se consideran, además, los aumentos en los precios de los materiales, medido con los Índice de Precios de Materiales e Insumos de Construcción (IPMIC), se observan mayores alzas para el año 2021 en comparación con los años anteriores, llegando a aumentar 23%, 26% y 29% para agosto, septiembre y octubre de 2021, respectivamente. Si bien estos incrementos afectan a todo el sector, las empresas que reciben apoyo del sistema financiero están más aptas a no generar problemas de liquidez, independiente que algunos proyectos tengan resultados negativos.

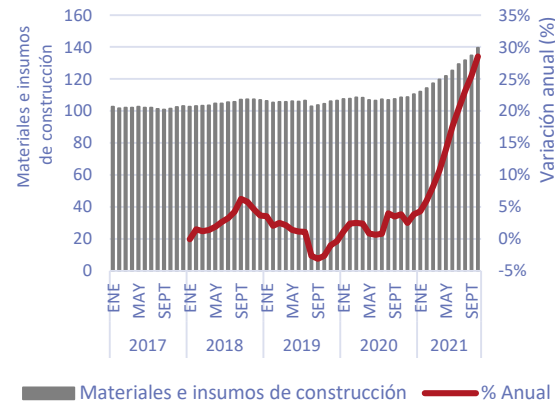


Ilustración 4: Índice de Precios de Materiales e Insumos de Construcción (2017-2021)

Otro factor adicional presente en las inmobiliarias analizadas es que no solo presentan ingresos por su segmento de desarrollo inmobiliario, sino que además, desarrollan unidades de negocio como montajes industriales, obras y construcciones civiles, ingeniería y construcción, servicios de maquinaria, entre otras áreas que les permiten generar ingresos cuando la construcción y ventas de viviendas se encuentre perjudicada, en algunos casos, como Echeverría Izquierdo, estas áreas representan cerca del 90% del total de sus ingresos. En la mayoría de los casos, los mandantes son empresas u organismos del Estado o, en su defecto, privados con un bajo nivel de riesgo crediticio; por lo tanto, la cadena de pago no se ve deteriorada.

En base a esto, se intenta demostrar que a pesar de ser una industria bastante masiva (más de 200 empresas), con sensibilidades elevadas a los ciclos económicos y/o tasas, existen diferencias claves en las empresas que están incluidas dentro del sector, donde un grupo reducido de ellas logran controlar

cerca del 20% del mercado, las cuales si se analizan de manera individual a pesar de tener impactos negativos en sus resultados en crisis, presentan fortalezas como el tamaño de ventas respecto a las demás inmobiliarias, la diversificación en sus fuentes de ingresos, el acceso a fuentes de financiamiento y la experiencia en la industria, que les permite enfrentar de mejor manera estos periodos, presentando menores riesgos de *default* en comparación con las empresas más pequeñas que solicitaron su quiebra.