



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista
Carlos García B.
Elisa Villalobos H.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl
elisa.villalobos@humphreys.cl

Ingevec S.A.

Junio 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	BBB Estable¹
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	31 marzo 2016

Número y fecha de inscripción emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A (BINGE-A)	Nº 751 de 12.04.2013 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado, IFRS								
MM\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	mar-15	mar-16
Ingresos de actividades ordinarias	64.437	105.622	101.129	144.750	136.665	156.037	36.844	44.322
Costo de ventas	-57.758	-97.191	-92.589	-133.957	-132.929	-146.488	-34.556	-41.236
Gasto de administración y ventas	-4.126	-5.323	-5.629	-5.619	-5.464	-6.220	-1.476	-1.585
Resultado operacional	3.615	3.478	2.379	3.729	-1.755	3.092	812	1.560
Costos financieros	-539	-648	-473	-1.217	-1.543	-1.728	-440	-378
Ganancia (pérdida)	1.478	2.489	1.848	2.376	-2.610	3.319	978	1.057
EBITDA	2.897	3.831	2.808	4.190	-1.199	7.117	1.598	1.962

Estado de Situación Consolidado, IFRS							
MM\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	mar-16
Activos corrientes	28.910	37.141	57.820	69.771	48.786	49.221	51.083
Activos no corrientes	6.607	8.699	14.879	23.462	29.638	27.863	28.450
Total de activos	35.518	45.840	72.700	93.233	78.424	77.084	79.533
Pasivos corrientes	20.788	27.610	42.333	40.841	29.865	24.958	25.491
Pasivos no corrientes	639	5.291	4.139	24.943	24.188	25.443	26.619
Total pasivos	21.428	32.902	46.472	65.784	54.053	50.401	52.110
Patrimonio total	14.090	12.938	26.228	27.449	24.371	26.684	27.423
Total de patrimonio y pasivos	35.518	45.840	72.700	93.233	78.424	77.084	79.533
Deuda financiera	8.194	18.213	22.986	38.068	34.409	27.517	27.514

¹ Tendencia anterior: En Observación.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ingevec S.A. (en adelante **Ingevec**) es una de las principales empresas del sector de la construcción chileno, con una trayectoria superior a 30 años. Está dedicada a la edificación, principalmente por mandato de terceros, y, en menor medida, de inmobiliarias relacionadas. Las unidades habitacionales se orientan principalmente al segmento medio-bajo, tanto del sector privado como público.

Durante 2015 la empresa tuvo ingresos por US\$ 219,7 millones y un EBITDA de US\$ 10,0 millones; con una deuda financiera a diciembre de ese año de US\$ 38,7 millones y patrimonio por US\$ 37,6 millones. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios por US\$ 15,6 millones, de los cuales aproximadamente el 85,6% corresponden a bienes raíces urbanos edificados. A marzo de 2016 los ingresos alcanzaron US\$ 66,2 millones, lo que representa un incremento de 20,3% respecto al mismo período del año anterior. El EBITDA, por su parte, se incrementó más de 22,7%, dado por la normalización de los márgenes en el área de Ingeniería y Construcción.

Desde el primer informe de clasificación, **Humphreys** identificó el “riesgo de presupuestación” en las actividades del emisor, riesgo que en 2014 se manifestó en forma particularmente severa, básicamente en dos proyectos ya finalizados (o, en su defecto, dado su nivel de avance, exhiben un bajo riesgo de ejecución). Junto con lo anterior, al igual que el resto de la industria, la compañía tuvo que enfrentar aumentos en el gasto de mano de obra y una baja en su productividad, ambos elementos ya incorporados en los nuevos precios.

Dado lo anterior, los márgenes operacionales de la compañía² se vieron fuertemente afectados; producto de lo cual la tendencia de la categoría de riesgo se calificó “*En Observación*”, con el objeto de verificar si la empresa -ya sin el efecto aludido de los dos proyectos con elevados sobre costos- puede retornar a niveles de márgenes similares a los históricos. De esta forma, en 2015 y parte de 2016 es posible establecer que la compañía ha logrado normalizar los márgenes con que opera en el área Ingeniería y Construcción, de esta forma, la tendencia de la clasificación se cambia a “*Estable*” puesto que, de acuerdo con la evidencia, no se trata de una caída permanente en la rentabilidad de la empresa.

La clasificación de la línea de bonos de deuda de **Ingevec** 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. Adicionalmente, se reconoce que el negocio de construcción por cuenta de terceros opera con márgenes relativamente estables y conocidos en el tiempo.

² El margen operacional se define como ganancia bruta más otros ingresos por función más gastos de administración más otros gastos más participación en las ganancias de asociadas más resultados por unidad de reajuste.

La clasificación de riesgo incorpora, además, el mayor desarrollo y profundización del sistema de financiamiento hipotecario, situación que favorece directamente el negocio inmobiliario e indirectamente el de construcción.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a marzo de 2016 ascienden a 48, distribuidos de manera adecuada en distintas regiones y de aproximadamente 29 mandantes, lo que a juicio de la clasificadora es un elemento positivo dada la menor exposición ante algún proyecto en particular o algún mandante determinado.

También, la clasificación de la emisión de títulos de deuda se ve favorecida por la estructura del instrumento, en particular por la existencia de una cuenta de reserva para asegurar la liquidez del emisor y, en menor medida, la limitación de la deuda que pueden asumir las filiales.

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.

La clasificación de riesgo tampoco es ajena a que el nivel de deuda de la compañía es elevado en relación a su Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³, aun entendiendo que parte de los pasivos financieros serán pagados con la liquidación de inventarios (en lo reciente, el flujo de efectivo de la operación fue negativo entre 2011 y el segundo trimestre de 2013) y/o están asociados a proyectos futuros. Cabe señalar que si bien el nivel de endeudamiento relativo al FCLP ha disminuido respecto de los valores alcanzados a marzo de 2015, aún persisten los altos valores. Según la información al 31 de marzo de 2016, la relación entre deuda financiera y el FCLP alcanza a 9,4 veces, en tanto que, la razón deuda financiera a EBITDA anualizado exhibe un valor igual a 3,6 veces.

Con todo, se entiende que la empresa tiene reflejado en su balance los pasivos asociados a proyectos inmobiliarios en ejecución que aún no aportan a la generación de ingresos; no obstante, dado el elevado porcentaje de promesas de compra-ventas de viviendas suscritas y la diversificación de conjuntos habitacionales en que se está trabajando, es razonable presumir una elevada probabilidad que dichos flujos se concreten, al menos en porcentajes relevantes.

También la clasificación toma en consideración que más del 48% de la deuda financiera del emisor está asociada al negocio inmobiliario e, independiente como se utilicen estos recursos (directamente como deuda

³ 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.

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) asumen el carácter de subordinado a las acreencias bancarias. En este caso en particular, se debe tener en cuenta que, según escritura de emisión, el 80% de la deuda debe localizarse en la matriz, que genera sus ingresos mayoritariamente por el negocio de construcción e ingeniería (segmento de negocios no afecto a este tipo de riesgo) y, además, obliga a emisor a mantener una cuenta de reserva; con todo, si bien éstos resguardo se evalúan positivamente, por si mismos, a juicio de la clasificadora, no dejan en condiciones equivalentes a los acreedores.

La clasificación en *Categoría BBB* refleja que la empresa, pese a su elevada sensibilidad a los ciclos económicos, tiene cierta 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 ha ocurrido recientemente por el incremento en los sueldos y salarios).

Para mantener la clasificación de riesgo de los bonos en la categoría actual es necesario que la empresa mantenga un margen operacional cercano al promedio histórico (3,0%) observado en el período diciembre 2011-2013 (bajo el supuesto que el nivel de endeudamiento se mantiene relativamente estable en relación con su nivel de actividad).

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Demanda creciente en el mercado objetivo.
- Estructura financiera que apoya la liquidez.
- 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 tasa de interés (riesgo permanente, de alto impacto).
- Riesgo de iliquidez de mandantes de los proyectos (bajo impacto por la necesidad de los acreedores que las garantías sean finalizadas y vendidas).
- Subordinación implícita de la deuda en negocio inmobiliario (riesgo e impacto medio).
- 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

Resultados 2015

Durante 2015, **Ingevec** obtuvo ingresos de explotación por \$ 156.037 millones, lo que implicó un aumento de 14,2% respecto a igual período del año anterior, explicado por el aumento en la actividad del área Ingeniería y Construcción. El costo de ventas se incrementó en un 10,2%, en tanto que los gastos de administración y ventas crecieron en 13,8%. Debido a lo anterior, el resultado operacional pasó de valores negativos e iguales a \$1.755 millones, en 2014, a uno positivo e igual a \$1.560 millones, en 2015.

El EBITDA mostró similar trayectoria, en 2014 cerró en valores negativos, iguales a \$1.199 millones, mientras que a diciembre de 2015 revirtió estas cifras negativas y cerró con un EBITDA igual a \$1.598 millones.

Primer trimestre 2016

Durante el primer trimestre de 2016 los ingresos totales de la compañía llegaron a \$44.322 millones, lo que representa un aumento de 20,3% respecto a los primeros tres meses de 2015. Lo anterior, producto del incremento en la actividad de los dos segmentos donde participa la compañía: el segmento Ingeniería y Construcción incrementó sus ingresos en 15,9%, mientras que el segmento Inmobiliario en un 109,2%.

Por otro lado, el EBITDA de la compañía llegó a \$1.962 millones, un 22,7% superior al del primer trimestre de 2015, explicado principalmente por la significativa recuperación de los márgenes del segmento Ingeniería y Construcción.

El resultado del ejercicio de la compañía durante los tres primeros meses de 2016 fue de \$1.057 millones, un 8,0% superior al obtenido en marzo de 2015, cuando alcanzó \$978 millones.

Definición de categorías 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 ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellas cuotas emitidas por fondos de inversión que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos.

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Vasta experiencia y reputación en el sector: La compañía posee 30 años de experiencia en el mercado, a través de los cuales ha desarrollado una gran diversidad de proyectos; en efecto, a la fecha Ingevec, a través de sus filiales, ha desarrollado más de 480 obras con más de 4,5 millones de metros cuadrados edificados. Entre sus obras más destacadas, cabe mencionar el Conjunto Casas Los Dominicos del Alba, Clínica Universidad de Chile, ampliación del Parque Arauco, la Planta Carozzi, sede de Inacap en Los Ángeles y la facultad de Química y Farmacia de la Universidad de Chile. Cabe señalar que el emisor ha participado en diversos proyectos a través de consorcios con variadas constructoras nacionales, entre las que se encuentran Constructora DLP Ltda., Constructora Inarco S.A., Icafal Ingeniería y Construcción S.A., Constructora Cuevas y Purcell S.A., Claro Vicuña Valenzuela S.A., entre otras. Su extensa experiencia favorece su reputación en el mercado, atenuando la necesidad de centrar la competencia sólo en el factor precio.

Diversificación de proyectos: La compañía tiene como política mantener un número significativo de proyectos, ya sea desarrollando inversiones propias (a través de las inmobiliarias del grupo, en forma individual o en consorcio con otras inmobiliarias), o por medio de la ejecución de obras mandatadas por terceros. Esta política le permite estar actualmente participando en más de 48 proyectos en distintas regiones del centro sur del país, mitigando fuertemente su exposición a cada una de ellas en forma individual.

Diversificación de mandantes: Siguiendo la política de riesgo de la compañía, Ingevec diversifica los mandantes con los que opera. Actualmente, está desarrollando obras para 29 mandantes, lo cual permite tener una relación casi uno a uno entre mandantes y proyectos en ejecución. Con ello, reduce su exposición a incumplimiento de la contraparte (además de los mitigantes habituales exigido en este tipo de operaciones)

Estructura de operación: La estructura financiera del bono establece diversos resguardos para los tenedores de este instrumento, de manera de asegurar un adecuado cumplimiento de las obligaciones. En efecto, la compañía se obliga a mantener una cuenta de reserva por el 10% de la emisión, lo cual permite afrontar algún evento de caída en los flujos, debido a un menor nivel de actividad del emisor. Por otro lado, los resguardos financieros establecen que el nivel de endeudamiento de **Ingevec** no puede ser superior a dos veces el nivel de patrimonio. Finalmente, el endeudamiento financiero neto de las filiales inmobiliarias que consolidan en conjunto con el endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios no puede ser superior a un 20% del endeudamiento financiero neto total de Ingevec. De este modo, se morigera en grado importante la subordinación del bono respecto a la deuda bancaria requerida para desarrollar los proyectos inmobiliarios.

Mercado objetivo creciente: La constructora se ha enfocado en desarrollar soluciones habitacionales a los sectores medios-bajos de la sociedad, los cuales han experimentado un incremento en su poder de compra, posibilitando su acceso a la vivienda. Más aún, la demanda de este segmento de la población es menos sensible a las fluctuaciones económicas, en comparación, por ejemplo, con el mercado de segunda vivienda. Se estima que alrededor del 70% de la demanda de viviendas del país es bajo las UF 2.000.

Factores de riesgo

Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés: El sector de la construcción es altamente sensible a los ciclos económicos, y a las percepciones de las personas hacia la economía y el empleo, ya que las decisiones de compra de una vivienda son influenciadas por las expectativas acerca de sus ingresos futuros y su capacidad de cumplir con los pagos de los créditos hipotecarios. Por otro lado, la industria también es sensible a la variación de la tasa de interés, que son determinantes para el financiamiento de los compradores con créditos hipotecarios, lo que repercute en la demanda de nuevas viviendas. Durante la recesión del año 2009, el Producto Interno Bruto (PIB) nacional cayó 1,7% y el PIB de la construcción en 7,9%, mientras que los ingresos de explotación de **Ingevec** cayeron en un 37% respecto al año anterior.

Subordinación implícita de los bonos: La operatividad del negocio inmobiliario, que concentra el 61% de la deuda financiera de la compañía, implica que parte importante de los proyectos se financian con deuda que cuenta como garantía con las obras específicas, que se van liberando en la medida que se venden los bienes raíces (se libera la caución contra el pago)⁴. Dado ello, como recursos para el servicio de los bonos se dispone del diferencial entre los ingresos por venta y las obligaciones garantizadas; en caso de reducción de los márgenes, los primeros afectados serían los accionistas, en segundo lugar los bonos y, finalmente, los acreedores con garantías. Por otra parte, la costumbre comercial es que los mismos bancos reprograman los créditos en caso de caída en las ventas; mientras que en el caso de los bonos, existe menor flexibilidad, aumentando la probabilidad de *default*.

Dentro de este contexto, cabe agregar, que, como se dijo, el contrato de emisión de los bonos obliga a la compañía a que sobre el 80% de la deuda consolidada sea tomada directamente por la matriz.

Riesgo de presupuestación: La modalidad de contratación de proyectos en el sector construcción determina la existencia de este riesgo, 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 de los períodos recientes.

⁴ En todo caso, según exigencia del contrato de emisión de bonos no más del 20% de la deuda pueda estar radicada en las filiales.

Antecedentes generales

Historia

La compañía se inició en 1983 y fue fundada por Enrique Besa, Francisco Vial y José Antonio Bustamante. En sus comienzos se especializó en la construcción de obras de edificación, principalmente casas particulares, posteriormente fue adquiriendo la experiencia necesaria para participar en proyectos de mayor envergadura.

En 1991, el negocio comenzó a ampliarse incluyendo en sus operaciones actividades inmobiliarias, es así como en 2001 se constituyó Progesta Fondo de Inversión Privado, administrado por Ingevec Progestión S.A. En 2005 la compañía se divide, constituyéndose "Inmobiliaria Ingevec S.A.", sociedad que agrupa los activos inmobiliarios habitacionales del grupo, y las participaciones en sociedades inmobiliarias, y "Constructora Ingevec S.A." que desarrolla el área de Ingeniería y Construcción.

En 2011 la compañía pasa a ser sociedad anónima abierta, en tanto que en marzo de 2012 se colocó en el mercado un total de 260 millones de acciones, equivalentes al 28,9% de la propiedad.

Propiedad y administración

El capital de la sociedad a marzo de 2016 ascendía a 889.976.396 acciones suscritas y pagadas. La sociedad es controlada por ocho accionistas, quienes, a diciembre de 2015, poseían en conjunto un 73,2% de la propiedad.

El detalle de los accionistas a marzo de 2016 es el siguiente:

Nombre	% de propiedad
Inversiones y Asesorías Marara Ltda.	20,16%
Inversiones Los Cipreses Ltda.	20,16%
Asesorías E Inversiones Isasa Limitada	19,99%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	9,90%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversión	8,96%
Asesorías En Inversiones La Aurora Ltda.	3,33%
Asesorías En Inversiones Desarrollos Del Maipo Ltda.	3,10%
Inversiones y Asesorías Genesis Ltda.	2,75%
Inversiones y Asesorías Proyecta Ltda.	2,61%
Asesorías En Inversiones Los Lirios Ltda.	2,00%
Costa Verde Inversiones Financieras S.A.	1,28%
Larraín Vial S.A. Corredora De Bolsa	1,07%
Otros	4,69%
Total	100%

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

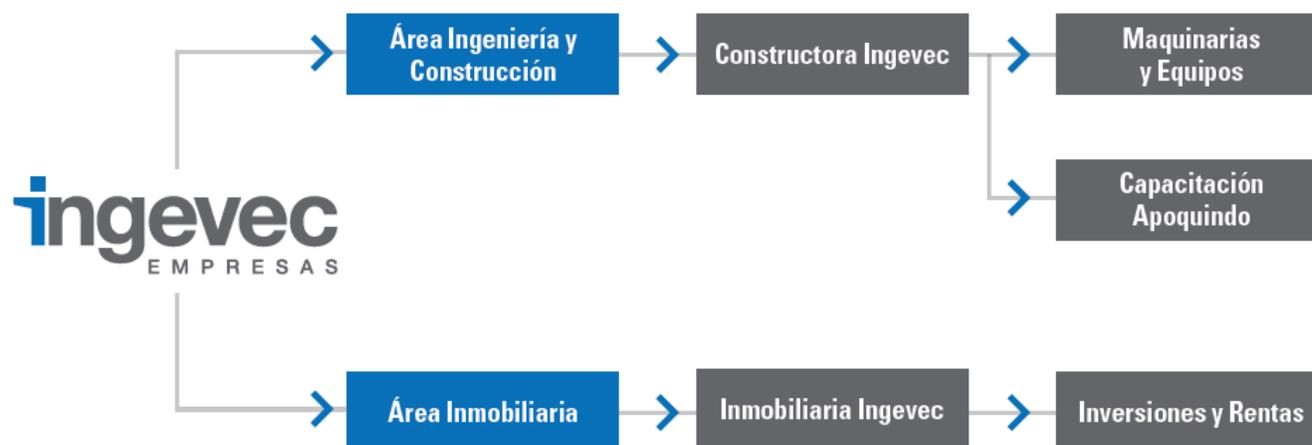
Nombre	Cargo
Enrique Besa Jocelyn-Holt	Presidente
Gustavo Alcalde Lemarie	Director
Francisco Vial Bezanilla	Director
José Antonio Bustamante Bezanilla	Director
Francisco Courbis Grez	Director
Ricardo Balocchi Huerta	Director
Juan Antonio Yáñez Cifuentes	Director

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Rodrigo González, gerente general, y conformada por seis ejecutivos, que se detallan a continuación:

Nombre	Cargo	Fecha de nombramiento
Rodrigo González Yutronic	Gerente General	05-12-2012
Gonzalo Sierralta Orezzoli	Gerente Construcción Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Aldo Balocchi Huerta	Gerente Comercial Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Enrique Dibarrart Urzúa	Gerente General Constructora Ingevec S.A.	02-03-2012
Jorge Zeltzer Faba	Gerente Inversiones y Rentas Spa	26-11-2010
Ricardo Balocchi Huerta	Gerente Inmobiliaria Ingevec S.A	25-03-2008

Estructura organizacional

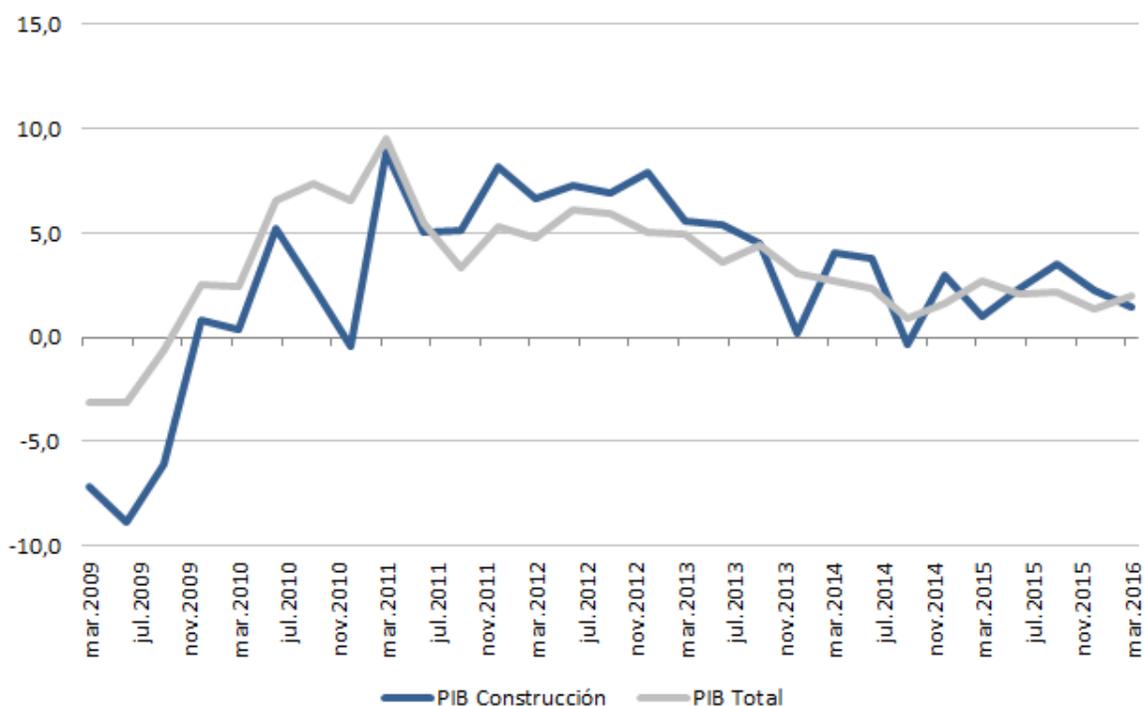
El siguiente diagrama muestra la estructura de la sociedad:



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 y representó un 7,0% del Producto Interno Bruto (PIB) del país durante 2015⁵. 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 pro cíclica, más sensible ante los períodos de expansión o de contracción de la economía, como se muestra en la Ilustración 1.

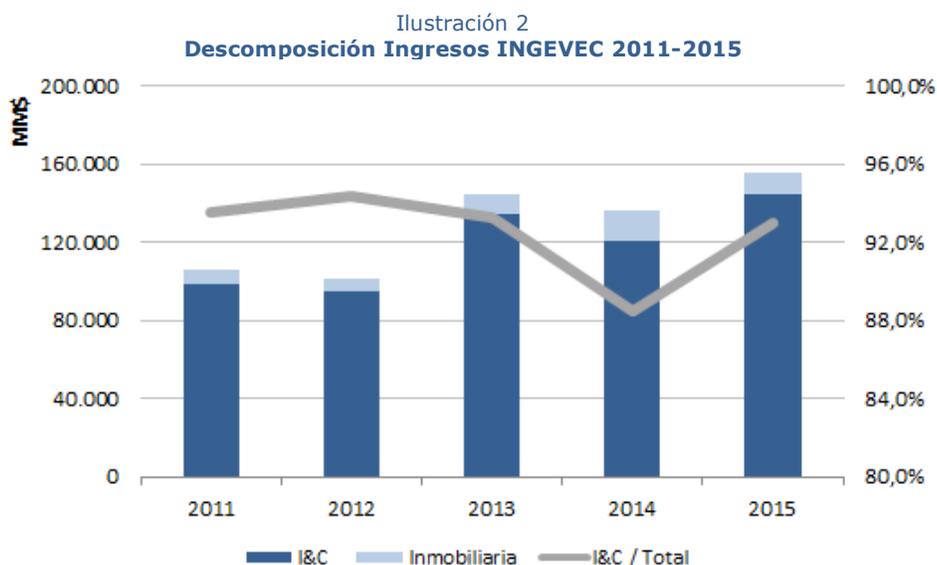
Ilustración 1
PIB Total y PIB Construcción
Variación porcentual anual (2009.T1-2016.T1)



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

El área inmobiliaria ha representado un 7,5% de los ingresos durante los últimos cuatro años (que no incorpora aquellos proyectos del área que no consolidan en **Ingevec**), en tanto que el segmento ingeniería y construcción ha representado un 92,5% de los ingresos totales. No obstante, la Ilustración 2 muestra que la relevancia de este segmento cayó levemente en a 2014, sin embargo en 2015 retornó a valores similares a los obtenidos en 2013.

⁵ Fuente: Banco Central de Chile.



La descripción de cada segmento se resume a continuación:

Ingeniería y construcción

Desarrollada principalmente por Constructora Ingevec, la cual actúa como contratista de terceros, contratista de empresas relacionadas o a través de consorcios con otras compañías. Los proyectos se adjudican a través de licitaciones y corresponden principalmente a edificios habitacionales, viviendas, obras comerciales e industriales. Los ingresos provenientes de este segmento han tenido una tendencia creciente, a excepción de 2009 y 2010, cuando producto de la crisis financiera del segundo semestre de 2008, las ventas disminuyeron de manera importante (hasta 37% en 2009). Con todo, como se dijo más arriba, este segmento da cuenta de más del 90% de los ingresos de la compañía.

Dentro de este negocio se encuentra un área de estudio de propuestas que tiene como finalidad estimar de manera eficiente y precisa los costos involucrados en cada proyecto, a modo de ofrecer al mandante una propuesta con precios competitivos minimizando el riesgo de presupuestación. Sin perjuicio de las medidas de control utilizadas, durante los últimos ejercicios, se ha materializado este tipo de riesgo, debido a incrementos de los costos y caídas de la productividad de la mano de obra.

En término de mandantes, el 73,4% de las ventas de 2015 provinieron de construcción para terceros, mientras que el 26,6% correspondía a construcción para relacionados. Como se mencionara anteriormente, los mandantes se encuentran atomizados; en efecto, actualmente la compañía ejecuta alrededor de 48 proyectos, para 29 mandantes diferentes.

Un punto relevante en el manejo de costos de la compañía dice relación con los insumos utilizados, para esto, y como política de la compañía, las compras se negocian a nivel central fijándose los precios de las materias primas al inicio de la obra. Asimismo, aun cuando la contratación de los insumos se realiza por cada obra, se busca mantener una relación comercial de largo plazo con los proveedores.

Desarrollo inmobiliario habitacional

Área desarrollada por Inmobiliaria Ingevec, donde se lleva a cabo la gestión de proyectos habitacionales de forma directa o en asociación con otras compañías del rubro. Las tareas de esta área de negocios implican la coordinación y contratación de especialistas, adquisición de terrenos, gestiones legales con municipalidades y organismos públicos a través de la obtención de permisos.

Los proyectos inmobiliarios pueden ser de desarrollo propio o en proyectos de terceros, en este último caso, la compañía participa como socio inversionista y constructor a través de su filial Constructora Ingevec. A diciembre 2015 las ventas por participación en este tipo de proyectos ascendieron a \$10.991 millones.

Actualmente Inmobiliaria Ingevec cuenta con 45 proyectos incluyendo habitacionales, comerciales, entre otros, de los cuales 14 están en construcción, 24 en gestiones previas a la construcción y 7 en escrituración. Con respecto a la ubicación, casi el 35% de los proyectos se encuentran en la Región Metropolitana, y los precios de venta del 30% de los proyectos se encuentran en el tramo entre 1.000 y 2.000 U.F.

Análisis financiero

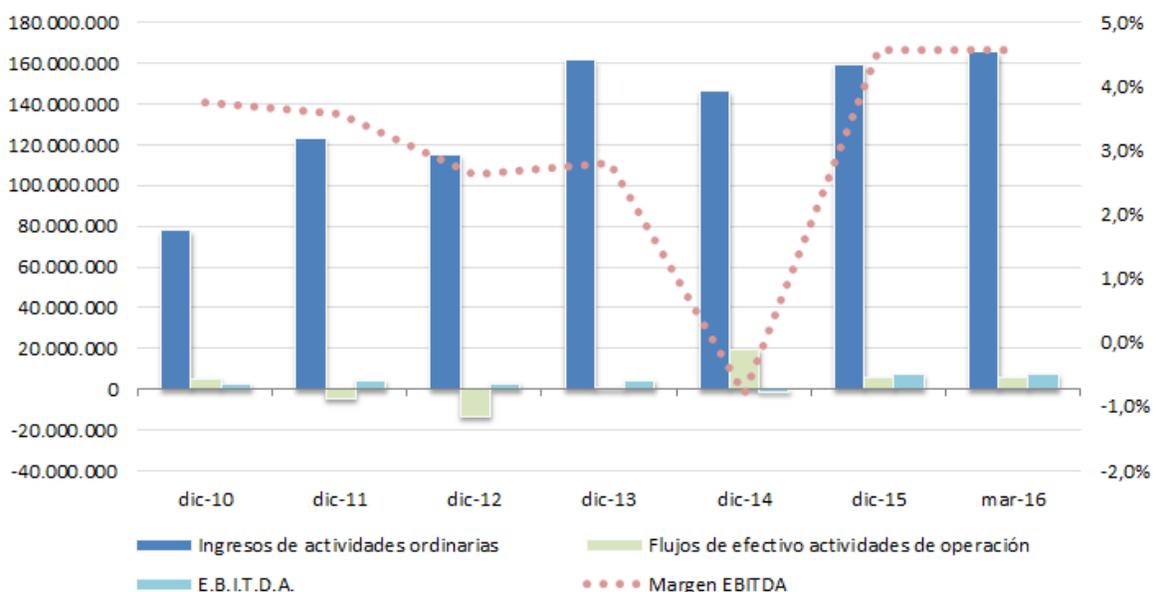
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Ingevec** desde 2010 hasta marzo 2016⁶.

Evolución ingresos, resultados y EBITDA

En el período 2010-2013 los ingresos presentaron una tendencia creciente; pero, posteriormente, exhiben una leve tendencia a la baja, como se aprecia en la Ilustración 3. Por su parte, el margen EBITDA muestra persistentemente una evolución decreciente en el período 2010-2014, registrando finalmente un valor negativo de 1,9%. En 2015 y en el año móvil finalizado en marzo de 2016 este indicador muestra una clara recuperación, alcanzando a 4,6%, dada la normalización de los márgenes del área de Ingeniería y Construcción.

⁶ Los valores a marzo 2016 se muestran como año móvil, desde abril de 2015 a marzo 2016.

Ilustración 3
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
2010-marzo 2016



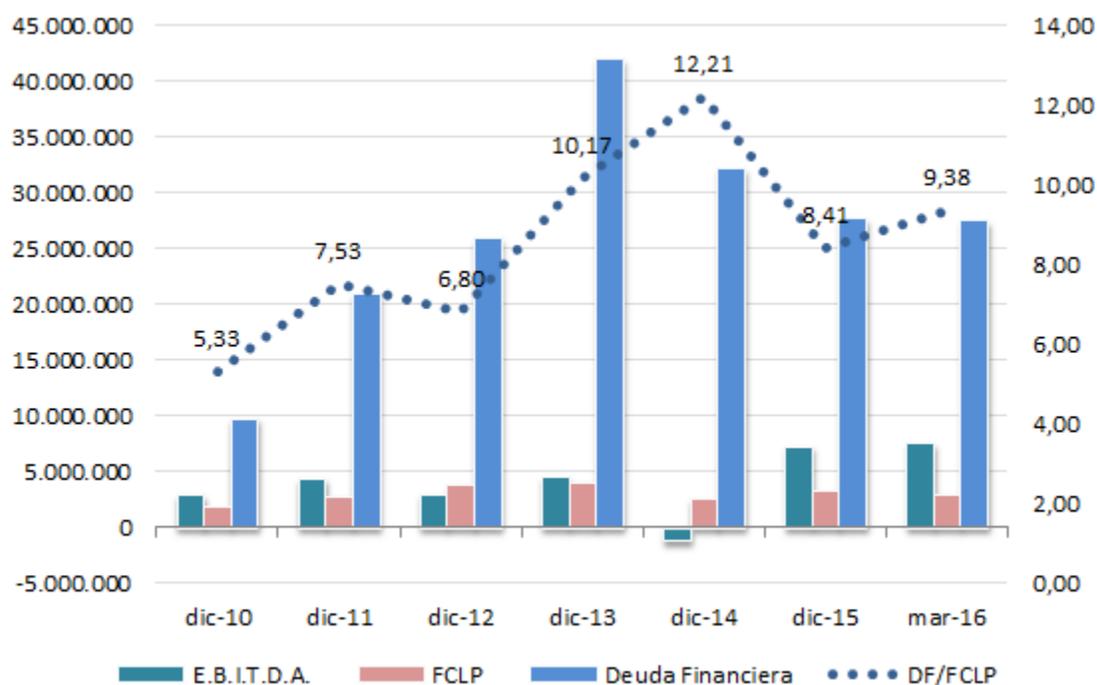
Endeudamiento

En el período 2010-2013 la razón de endeudamiento –medida como deuda financiera sobre EBITDA– se incrementó debido al aumento sostenido de la deuda financiera, en tanto el EBITDA no presentó la misma tasa de crecimiento. Incluso, en 2014, los registros negativos de EBITDA han significado que la razón deuda financiera/EBITDA se haya situado en valores inferiores a cero, a marzo de 2016 este valor cerró en 3,6 veces. El indicador deuda financiera sobre FCLP^{7 8} muestra una trayectoria creciente hasta diciembre de 2014, con valores iguales a 12,2 veces, mientras que dado la normalización de los márgenes del segmento Construcción e Inmobiliaria en diciembre de 2015 desciende a 8,4 veces, para cerrar en marzo de 2016 en 9,4 veces, como se aprecia en la Ilustración 4.

⁷ 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.

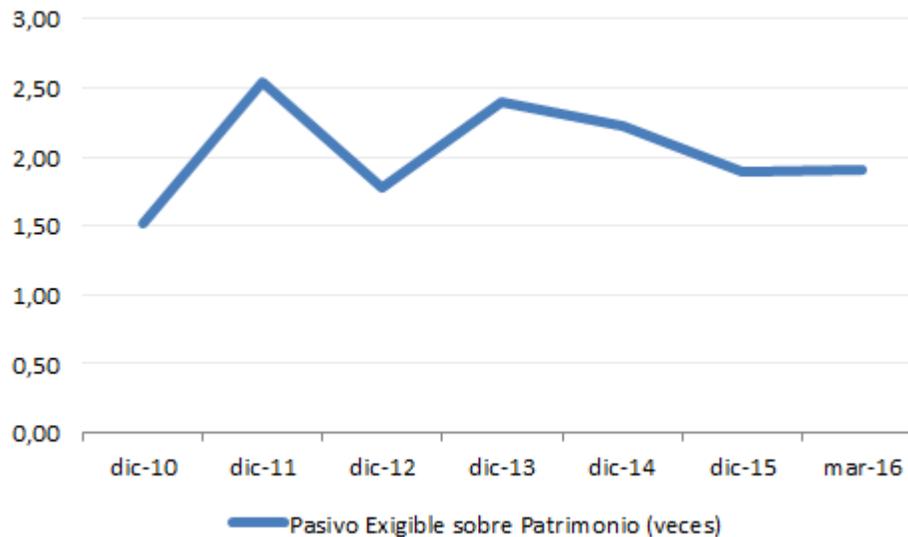
⁸ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2015.

Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
 2010-marzo 2016



En tanto, en las últimas observaciones, la relación pasivo exigible sobre patrimonio –que es intensiva en esta industria- se ha mantenido en torno a 2,0 veces. Cabe señalar, además, que los niveles de endeudamiento se ven influidos por la proporción que representen en cada momento las obras de inmobiliarias, línea de negocio que hace uso de un mayor apalancamiento que ingeniería y construcción (ver Ilustración 5).

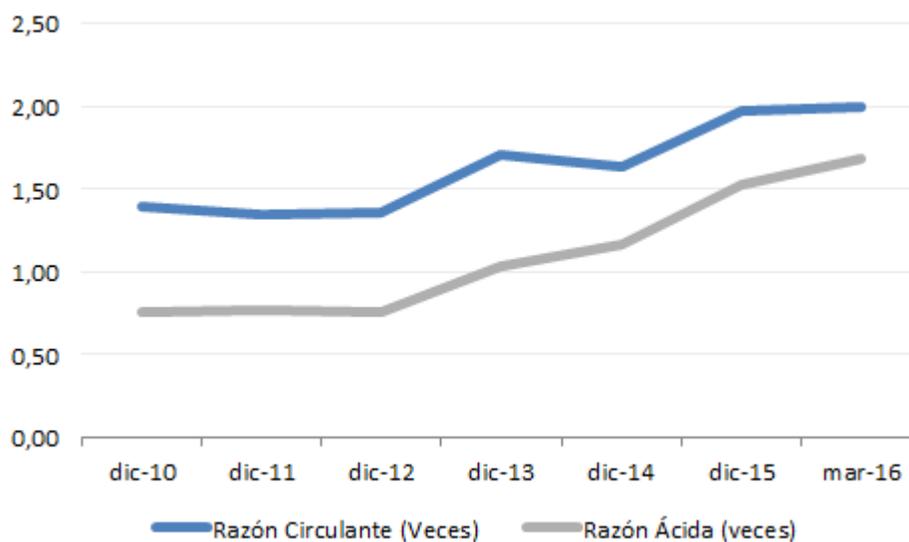
Ilustración 5
Evolución del Endeudamiento



Liquidez

Luego de la emisión del bono en 2013, debido a que una de sus finalidades era disponer de un adecuado nivel de capital de trabajo, la liquidez se ha estabilizado en niveles en torno a 2,0 veces, como se aprecia en la Ilustración 6.

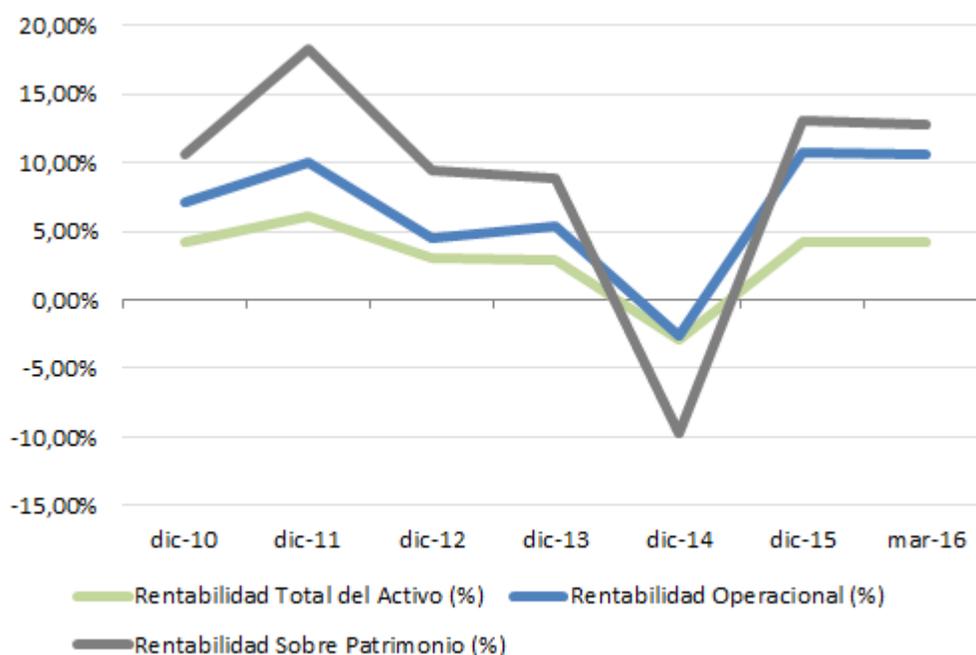
Ilustración 6
Evolución de la Liquidez



Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad de la compañía, tanto operacional, del patrimonio, como de los activos, ha mostrado, una tendencia decreciente a partir del punto máximo registrado en 2011 a diciembre de 2014. Esta caída se debe al efecto sobre los resultados de la compañía del alza en los costos de la mano de obra y caída en su productividad, entre otros factores; así como desviaciones entre los costos presupuestados y los reales. Con todo, se aprecia que, a marzo de 2016, las diferentes medidas de rentabilidad muestran un incremento respecto a los valores mínimos exhibidos en diciembre de 2014 (ver Ilustración 7).

Ilustración 7
Evolución de la Rentabilidad



Características de la línea de bonos

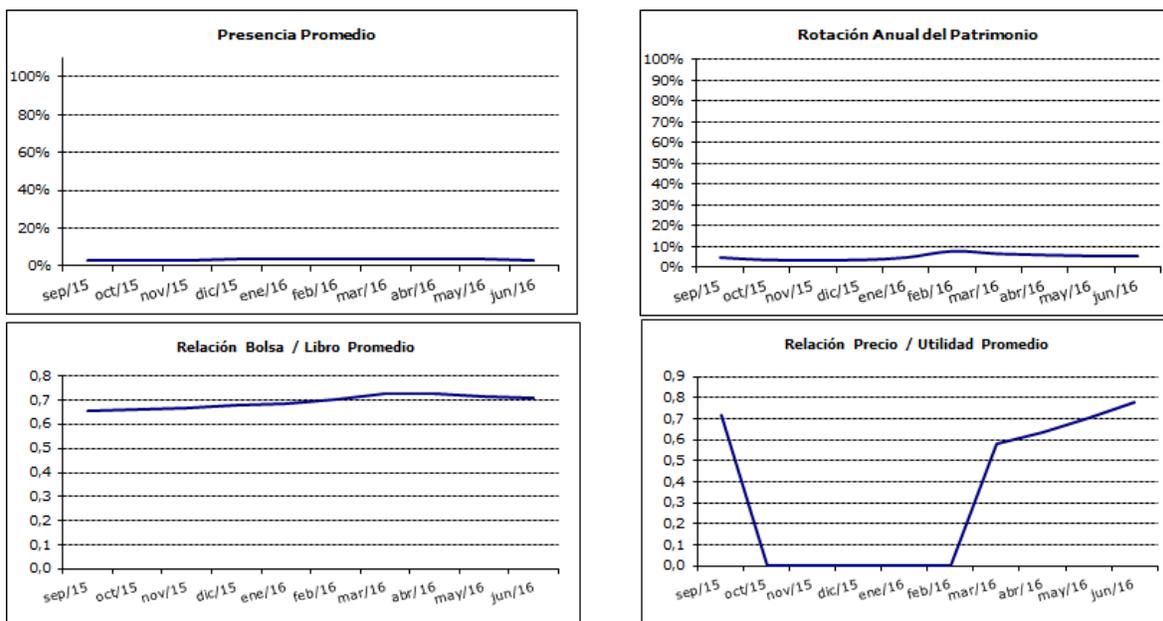
Las características de la línea de bonos inscrita por **Ingevec** a marzo de 2016 son:

Características de la línea de bonos	
Nº	751
Fecha de inscripción	12-04-2013
Monto máximo	UF 1.000.000
Moneda de emisión	Unidades de Fomento / Pesos Nominales
Plazo vencimiento	10 años

Covenants financieros		
Línea de bonos		Valor Marzo 2016
Nivel de endeudamiento financiero neto	Menor o igual a 2,0 veces	0,64
Endeudamiento financiero neto atribuible a filiales cuyos estados financieros se consolidan con los del emisor y endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios	Menor o igual a 20%	-50,49%
Patrimonio mínimo	Mayor o igual a UF 800.000	UF 1.062.414
Garantías reales	Menor o igual a 5% de los activos totales	0%
Cuenta de reserva de servicio a la deuda	10% del monto colocado mantenido en inversiones permitidas (DPF en \$ o UF con bancos locales con clasificación de riesgo elevada)	UF 100.000

Desempeño bursátil de la acción

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro. Se aprecia que la presencia promedio se ha reducido, hasta alcanzar un 3,2% a junio 2016.



"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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."