

Solvencia	Jun. 2011	May. 2012
Perspectivas	BBB	BBB
	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes	IFRS	IFRS	IFRS
	2011	Mar.11	Mar.12
Margen Operacional	2,9%	4,0%	3,4%
Margen Ebitda	3,3%	4,6%	3,7%
Margen Ebitda Ajust.(1)	3,3%	4,9%	4,2%
Rentabilidad Patrimonial (2)	19,2%	22,0%	10,0%
Leverage	2,60	1,97	1,45
Leverage Financiero	1,41	0,52	0,64
Ebitda / Gastos financieros	5,3	15,1	4,4
Deuda financiera / Ebitda (2)	5,3	2,0	4,8
Deuda financiera Neta / Ebitda (2)	4,2	1,1	1,2
Liquidez corriente	5,3	15,1	4,4
FCNO (3) / Deuda Fin. Neta (2)	1,3	1,2	1,7

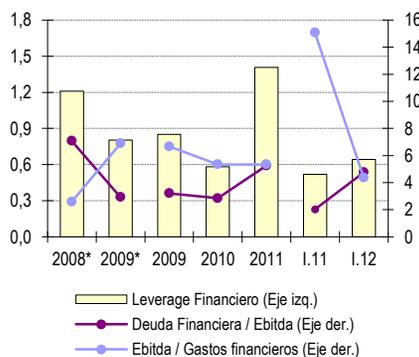
(1) Ebitda Ajustado: Ebitda + Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(2) Indicadores a marzo se presentan anualizados.

(3) FCNO: Flujos de efectivo netos procedentes de actividades de la operación.

### Evolución endeudamiento y coberturas

Cifras en IFRS



(\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafa.

## Fundamentos

Las clasificaciones asignadas a Ingevec S.A. responden a su amplia trayectoria en la industria de la construcción y a la especialización alcanzada en el segmento de edificación, en conjunto con un perfil financiero caracterizado por un relativamente bajo nivel de endeudamiento respecto a su generación de flujos de caja operacionales. En contrapartida, su clasificación refleja su baja diversificación de ingresos y la operación en una industria altamente competitiva y sensible al ciclo económico.

Ingevec posee más de 28 años en el rubro de la construcción, especialmente enfocado en la edificación de proyectos habitacionales y comerciales, en su mayoría del sector privado. La compañía está estructurada bajo tres unidades de negocio relacionadas entre sí, lo que le permite el alcance de sinergias en la operación.

Ingeniería y Construcción (I&C) constituye la unidad de mayor importancia (89% de los ingresos en 2011), en la que la compañía participa como contratista de terceros, de empresas relacionadas y a través de diversos consorcios. En la unidad inmobiliaria (9% de los ingresos en 2011), Ingevec actúa como gestor y constructor de proyectos habitacionales ya sea en forma directa o en asociación con otras empresas inmobiliarias. La tercera unidad de negocios la constituye su área de servicios relacionados a la construcción.

A diciembre de 2011, los ingresos consolidados mostraron una recuperación, con un incremento del 64% respecto a igual periodo de 2010, llegando a \$105.622 millones, cifra similar a la registrada en 2008. En marzo de 2012, los ingresos continúan mostrando esta positiva tendencia, con un incremento de 26% respecto al primer trimestre de 2011.

La recuperación de los márgenes operacionales en el área inmobiliaria durante el 2011, ha logrado contrarrestar, levemente, la caída en los márgenes consolidados, tendiendo de esta forma hacia niveles de más largo plazo -entre 3% y 4%- a nivel consolidado.

El *backlog* de obras por ejecutar ha registrado una importante alza, llegando a \$220 mil millones al cierre de 2011, con un 57% a ejecutarse en 2012, lo que equivale a 98% los ingresos de I&C alcanzados durante 2011. En tanto, su unidad inmobiliaria se ha

reactivado fruto de su participación en un mayor número de proyectos en desarrollo.

La deuda financiera de Ingevec corresponde en su gran mayoría a capital de trabajo utilizado en los proyectos inmobiliarios, por lo cual está estructurada preferentemente en el corto plazo. Ante la reactivación de esta unidad de negocios, la deuda financiera ha aumentado, llegando a \$16.504 millones a marzo de 2012, lo que equivale a 4,8x el Ebitda móvil de los últimos 12 meses, respecto a un promedio de 3,0x registrado entre 2009 y 2010. Sin embargo, este incremento ha sido contrarrestado por el aumento de capital realizado en marzo de éste año, que permitió fortalecer su estructura financiera, cerrado el trimestre con una caja de \$12.299 millones, alcanzando así, un indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda de 1,2x y un *leverage* financiero de 0,6x que se comparan favorablemente con los indicadores registrados a cierre de 2011 de deuda financiera neta sobre Ebitda de 4,2x y un *leverage* financiero de 1,4x.

## Perspectivas: Estables

Ingevec se encuentra realizando un importante plan de crecimiento que será financiado en parte por los fondos provenientes del incremento en su base patrimonial. Éste plan de inversiones, por un total de US\$120 millones en el periodo 2012-2015, contempla incrementar el número de obras simultáneas en sus dos áreas de negocios, aumentar el aporte relativo del área inmobiliaria y, en menor medida financiar el capital de trabajo del área de I&C. En consecuencia, las expectativas consideran una mayor diversificación de sus ingresos, tanto por área geográfica como por tipo de mandante.

La clasificación considera que el stock de deuda financiera disminuya transitoriamente, ya que parte del aumento de capital está destinado a reducir la deuda que mantiene Ingevec a nivel corporativo y, además, que el indicador de deuda financiera sobre Ebitda se encuentre bajo 3x en el mediano plazo. Esto, sobre la base de que las necesidades de financiamiento derivadas de la actividad inmobiliaria, serían contrarrestadas por una mayor capacidad de generación de flujos operacionales a nivel consolidado, permitiendo así, mantener un perfil financiero estable, sin mayores presiones en sus indicadores.

## FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

### Fortalezas

- Amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación.
- Creciente cartera de proyectos adjudicados en su unidad de I&C.
- Perfil financiero con un componente relativamente bajo de deuda para el financiamiento de sus proyectos.
- Buenas expectativas de crecimiento en el corto y mediano plazo de la industria de la construcción.

### Riesgos

- Operación en industria atomizada, altamente competitiva, con bajas barreras a la entrada y márgenes de operación relativamente estrechos.
- Fuerte exposición de su actividad a las variaciones en el ciclo económico.
- Baja diversificación de ingresos por segmentos de negocios y cobertura geográfica.
- Riesgos de sobrecostos, dada la operación a través de contratos de precio fijo.
- Altos requerimientos de capital para el financiamiento de proyectos inmobiliarios.

Analista: Florencia Benavente  
fbenavente@feller-rate.cl  
(562) 757-0426

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

**PERFIL DE NEGOCIOS**

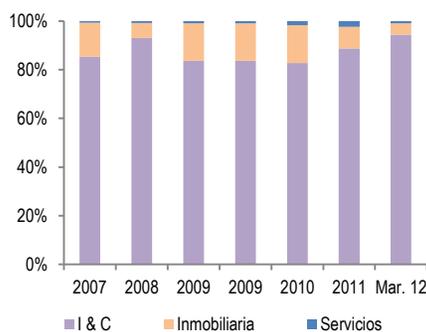
**INTERMEDIO**

**Propiedad**

*Ingevec S.A. es controlado por un grupo de empresarios chilenos, sus fundadores –José Antonio Bustamante, Francisco Vial y Enrique Besa– quienes en conjunto poseen el 59,97% de la propiedad a través de tres sociedades y un 10,83% pertenece a ejecutivos de la compañía, por medio de cinco sociedades.*

*Un 29,2% se encuentra, desde la apertura en bolsa, en manos de distintos Fondos de Inversión y Corredoras de Bolsa.*

**Evolución de la composición de ingresos**



Fuente: Ingevec S.A.

Ingevec S.A. posee más de 28 años de experiencia en el rubro de la construcción, especialmente en el área de edificación habitacional y no habitacional. A lo largo de su historia, ha desarrollado más de 460 obras en los sectores comercial, industrial, habitacional y público, entre los cuales se pueden mencionar la Clínica Universidad de Chile (2005), la ampliación Boulevard de Parque Arauco (2005), la planta de Carozzi en Nos (2008), el Hotel Intercontinental (2009), la habilitación del Centro Cultural Gabriela Mistral (2010), el Edificio Ejército Bicentenario (2010), la Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas de la Universidad de Chile (2011) y el Centro Cultural Corpgroup (2011), entre otras.

La estructura corporativa del grupo se compone de la matriz Ingevec S.A. de la cual se desprenden cuatro filiales directas, las que a su vez agrupan las cuatro unidades de negocio que opera la compañía. La unidad de mayor importancia para Ingevec la constituye Ingeniería y Construcción (I&C) con el 88,8% de los ingresos consolidados del año 2011, en tanto la unidad inmobiliaria (que se subdivide en habitacional y comercial) alcanzó el 8,8% de los ingresos y el área de servicios el 2,4% restante. Esta última, estructurada bajo la filial Asesoría y Gestión Ingevec SpA, presta servicios relacionados a la construcción tanto a terceros como a empresas relacionadas, tales como capacitaciones a trabajadores; servicios de instalaciones sanitarias, climatización y urbanizaciones; arriendo de maquinaria para la construcción; y la fabricación de baños prefabricados modulares, en asociación con la empresa alemana *Plantech*.

**— INGENIERIA Y CONTRUCCION (I&C)**

Ingevec participa en esta área a través de su filial Constructora Ingevec, la cual actúa principalmente como contratista de terceros y, en menor medida, como contratista de empresas relacionadas y a través de la participación en consorcios con empresas como DLP, Cypco, Inarco, Icafal, CVV, entre otras.

Esta filial está orientada a la construcción de proyectos de edificación, los cuales se subdividen en aquellos habitacionales (46% del total en 2011) y no habitacionales (54%) como supermercados, clínicas, cárceles, hoteles, entre otros. Durante el año 2011, la mayor parte de sus ingresos estuvieron concentrados en proyectos privados (79% del total), en la Región Metropolitana (75% del total) y de mandantes no relacionados con la compañía (86% del total). No obstante, Ingevec se encuentra desarrollando un plan de crecimiento enfocado a fomentar una mayor diversificación de su fuente de ingresos, a través de una ampliación de su cobertura geográfica nacional y la participación en una mayor cantidad de obras simultáneas.

**— INMOBILIARIA**

Ingevec opera en este segmento de negocios a través del desarrollo y gestión de proyectos inmobiliarios habitacionales -por medio de su filial Inmobiliaria Ingevec S.A.- y proyectos comerciales, por medio de Inversiones y Rentas Ingevec SpA, creada en 2010. La compañía participa ya sea en forma directa, a través de Progesta FIP, o en forma indirecta, a través de su participación en consorcios con otras empresas inmobiliarias en los que actúa como socio y constructor, esta última actividad por medio de Constructora Ingevec.

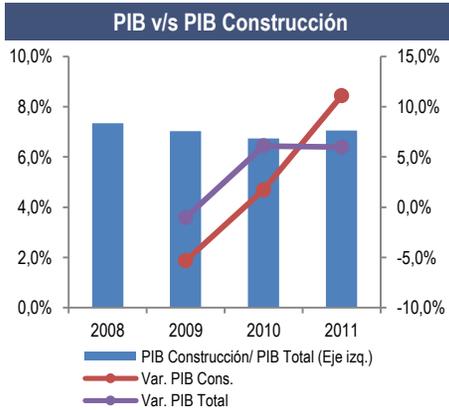
A lo largo de su historia, la mayor parte de los proyectos desarrollados han sido del tipo habitacional, especialmente edificios en altura ubicados en la Región Metropolitana con valores de venta por vivienda desde UF 700 a UF 2.500.

**Operación en industria cíclica, altamente atomizada y competitiva**

Los movimientos cíclicos de la industria se deben principalmente a que contracciones macroeconómicas provocan postergación en grandes inversiones del sector y así, variables como condiciones de financiamiento, tasa de desempleo, inflación y expectativas económicas condicionan fuertemente la actividad del sector. En este sentido, la vulnerabilidad del sector afecta particularmente al sector inmobiliario, en la medida que sus operaciones evidencian una mayor sensibilidad y disponen de estructuras de financiamiento de menores plazos.

El fundamento de la recuperación del sector inmobiliario se encuentra principalmente en el mercado laboral con tasas de desempleo en niveles históricamente bajos, remuneraciones en constante alza y las reducidas tasas hipotecarias, lo que compensan menores expectativas de consumo y mayores restricciones al crédito, como consecuencia de un aumento del riesgo de cartera y la incertidumbre económica mundial. Cabe mencionar, la significativa aceleración en la ejecución presupuestaria de obras públicas, destacando que el 92% de los gastos reales al primer trimestre de 2012 se centró en eventos viales, obras portuarias y agua potable rural.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables



Fuente: Banco Central de Chile.  
(\*)Ref. año 2008



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.



Las proyecciones basadas en datos entregados por la CChC, apuntan a que la tasa de variación anual de la inversión en construcción y el PIB del mismo sector alcanzarán aproximadamente un 6% anual el último cuarto del 2012, cifra superior a la tasa de crecimiento anual promedio histórica de la inversión en construcción. Así, la CChC estima que la inversión en construcción crecerá cerca de 8,8% anual durante el presente año, mientras que el PIB lo haría a una tasa de 9% anual. El sector de la construcción contribuye notablemente a la actividad económica. En el caso de Chile, ésta representó el 6,9% del PIB y el 7,9% del empleo durante los últimos tres años.

La industria está constituida por varios oferentes que participan en la amplia gama de negocios relacionados a esta actividad. En Chile coexisten grandes empresas constructoras enfocadas principalmente en grandes obras de infraestructura hasta pequeñas compañías enfocadas en obras más específicas y de menor envergadura. En este ámbito, las crecientes exigencias técnicas y la competencia en precios que impera en el sistema de adjudicación de proyectos vía licitación hace que las empresas compitan fuertemente y se vean obligadas a ser cada vez más eficientes en el desarrollo de sus proyectos generando presiones en los márgenes de operación. Como valor de referencia y de acuerdo a las ventas realizadas por Ingevec sobre la inversión total en construcción que reporta la CChC del año 2011 en Chile, Ingevec alcanzó una participación de 0,8% durante el período.

### Importante crecimiento de su cartera de proyectos adjudicados en la unidad de I&C asegura el desarrollo de actividades en el corto a mediano plazo

Después de la fuerte caída que sufrió el *backlog* a partir de 2008, éste ha retomado una tendencia de crecimiento desde fines de 2009, alcanzando niveles históricos en los últimos períodos. La cartera de proyectos alcanzó a \$220 mil millones en diciembre de 2011, de los cuales el 57% se ejecutaría durante el año 2012. Este monto representa un volumen de ingresos similar a los registrados en 2011, lo que permite proyectar con cierta estabilidad, la actividad de la compañía durante el 2012.

La positiva evolución del *backlog* se ha visto favorecida por el fortalecimiento de su departamento de estudios, permitiéndole incrementar considerablemente su cartera de propuestas, además del alto grado de especialización logrado gracias a las mejoras en sus sistemas de información y un mayor enfoque en los controles de calidad de las obras ejecutadas.

De mantenerse esta tendencia y considerando las proyecciones del sector en el mediano plazo y los recursos provenientes del aumento de capital, Ingevec dispondría de la capacidad para incrementar su *backlog* durante el transcurso del año.

El saldo de obras por ejecutar a diciembre de 2011, considera contratos con clientes externos como Falabella, Cencosud, Inmobiliaria Simonetti, CMPC, Correos de Chile y MOP, entre otras.

La cartera de proyectos ha registrado una progresiva diversificación geográfica. Históricamente ésta ha estado fuertemente concentrada en la Región Metropolitana, no obstante, a diciembre de 2011, el 49% del *backlog*, correspondía a obras fuera de la Región Metropolitana, concentradas entre la II Región y VIII Región, en relación a un porcentaje en torno a 15% en los últimos años.

También destaca la diversificación alcanzada en cuanto a relación con el mandante, ya que a diciembre de 2011 el porcentaje del *backlog* por realizar con empresas relacionadas alcanzaba un 40% comparado con el 60% a realizar con terceros, comparado con la relación de los ingresos percibidos durante el 2011, con un 30% del total correspondía a relacionados. Esto implica por un lado mayor flexibilidad en cuanto a plazos y condiciones establecidas en los contratos, pero por otro lado, genera cierta dependencia al nivel de actividad que logren estas empresas relacionadas.

Continúa siendo un desafío para la empresa aumentar la participación en el segmento de obras públicas, las cuales representaban el 12% de los ingresos en 2011, ya que estos contribuyen a una mayor estabilidad de los ingresos, dado el carácter contracíclico de la inversión en infraestructura.

En la misma línea, la empresa espera avanzar en la diversificación por tipo de construcción, considerando que Ingevec ha estado históricamente concentrada en proyectos de edificación habitacional, con un 68% del *backlog* total a diciembre de 2011.

### Modalidad de contratos contribuye a la flexibilidad financiera, sin embargo expone a Ingevec a riesgos de sobrecostos

Todos los contratos adjudicados por Constructora Ingevec, tanto de mandantes relacionados como de mandantes externos, son sobre la base de contratos a precio fijo (suma alzada), tradicionalmente recibiendo un pago anticipado y luego flujos de pago por parte de los clientes según el grado de avance y

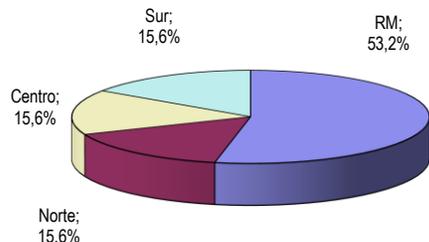
Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

**Proyectos en venta y/o construcción\***

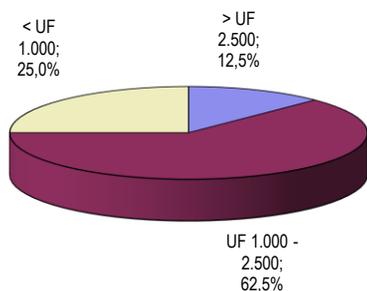
Inmobiliaria	Participación Ingevec	N° de proyectos en desarrollo	VPP (MM\$)
Progesta/Inicia	100%	14	69.714
Icafal Ingevec	50%	2	2.133
Puerto Capital	13%-22%	4	1.630
Gimax / Alcance	20% -37%	8	6.151
Núcleos	13%-25%	4	6.078
<b>TOTAL</b>		<b>32</b>	<b>80.235</b>

\*Fuente: Ingevec - Cifras a diciembre de 2011  
VPP: Venta Proporcional Potencial corresponde a saldo estimado  
Por escriturar del backlog inmobiliario

**Segmentación por zona geográfica**



**Segmentación por precio de venta**



cumplimiento alcanzado por las obras. Esto permite a la empresa financiar parte importante de su operación a través del calce de flujos de pago entre sus clientes y proveedores, disminuyendo sus necesidades de financiamiento externo.

En contraposición, los clientes transfieren a la compañía los riesgos asociados a posibles sobrecostos y contingencias de los proyectos. No obstante, Ingevec cuenta con un buen historial de ejecución, manteniendo una baja desviación del margen proyectado en relación al margen obtenido.

Adicionalmente, todos los contratos son a precios de mercado, en U.F., lo que garantiza e incentiva la competitividad de la empresa en el mercado y al mismo tiempo resguarda en parte, pero con cierto rezago, alzas de precios

**Área inmobiliaria presenta avances en diversificación por área geográfica y desarrollo del sector inmobiliario no habitacional**

Ingevec posee una cartera de 32 proyectos inmobiliarios en venta y/o construcción de los cuáles un 44% corresponde a aquellos desarrollados por Progesta y un 56% por empresas en que Ingevec participa en asociación con otras inmobiliarias. En conjunto ambas modalidades alcanzan una venta potencial proporcional de \$80.235 millones. Destaca el amplio crecimiento logrado en cuando a número de obras en desarrollo de manera simultánea, considerando que en 2010 Ingevec sólo mantenía una cartera de 20 proyectos. Esto ha sido posible, en gran medida, gracias al sistema de consorcios que le permite a Ingevec compartir el nivel de riesgo, financiamiento y *expertise* con las empresas a las que se asocia.

La cartera de proyectos se encuentra fuertemente concentrada en la Región Metropolitana (53%), especialmente en las comunas de San Miguel y Ñuñoa, sin embargo, la compañía ha logrado diversificarse considerando que durante el año pasado la Región Metropolitana representaba un 85% de los proyectos.

La oferta habitacional de Ingevec está orientada a los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos con valores de venta estimados por vivienda entre UF 1.000 y UF 2.500, que alcanza el 62,5 % del total de proyectos en desarrollo (el 25% de estos últimos corresponde a viviendas económicas bajo UF 1.000 y el 12,5% sobre UF 2.500). Estos segmentos han presentado una mayor sensibilidad al ciclo económico, debido principalmente a las mayores restricciones en el acceso a financiamiento hipotecario en períodos recesivos de la economía.

Ingevec cuenta con un limitado banco de terrenos, que generalmente se encuentran comprometidos y en menor medida comprados, lo que implica la necesidad de una constante búsqueda de nuevas ubicaciones que permitan desarrollar su negocio inmobiliario en el mediano plazo. Sin embargo, esto le otorga mayor flexibilidad financiera ante escenarios de menor demanda.

Durante el año 2010, Ingevec creó la filial Inversiones y Rentas Ingevec SpA (I&R Ingevec), con el objetivo de incrementar su participación en proyectos inmobiliarios del tipo comercial para venta y/o renta. La compañía participa ya sea como socio –en asociación con operadores y/o inversionistas, como gestor y desarrollador del proyecto y/o como constructor, a través de Constructora Ingevec. Actualmente, posee variados proyectos en estudio, entre los que destacan *strip centers* (33% del total en estudio), hoteles (25%), oficinas (25%) y estacionamientos y bodegas (17%).

Si bien la participación de Ingevec en este tipo de proyectos introduce una relativa mayor diversificación, esto no constituye un factor suficiente para disminuir significativamente el riesgo asociado a períodos económicamente adversos, dado que éstos también responden en forma importante a los ciclos económicos.

**Altos requerimientos de capital para el financiamiento de proyectos inmobiliarios**

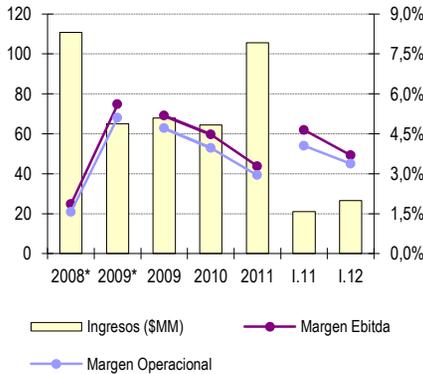
Las decisiones de inversión y desarrollo de nuevos proyectos en la industria pueden implicar fuertes necesidades de recursos para el financiamiento de compras de terrenos y de capital de trabajo para existencias. Agresivos planes de desarrollo y adquisiciones pueden derivar en altos niveles de endeudamiento que afecten la flexibilidad financiera de las empresas inmobiliarias. Adicionalmente, una vez que los proyectos inician construcción, éstos deben ser llevados a término, lo que limita la flexibilidad ante cambios bruscos en el entorno económico.

La modalidad de operación a través de consorcios, formados por dos o más compañías, permite desarrollar proyectos de mayor tamaño y complejidad técnica. Este esquema permite además, compartir el riesgo asociado a cada proyecto, alcanzar una mayor diversificación de cartera y favorecer una menor

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

**Ingresos y márgenes consolidados**

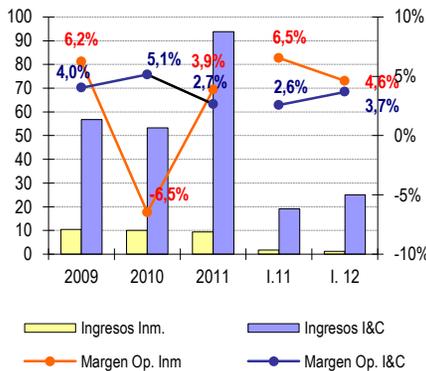
Cifras en IFRS



(\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal.

**Ingresos y márgenes por unidad de negocios\***

Cifras bajo IFRS en mil millones de pesos



(\*) Información preparada según información por segmentos detallada en Estados Financieros de Ingevec S.A. Cabe destacar que no se consideran cifras de la unidad servicios, por cuanto ésta representa una parte muy pequeña de la operación consolidada de la compañía (1,6% promedio de los ingresos 2009-2011).

agresividad competitiva. En contrapartida, suelen implicar menores márgenes a la vez que introducen el riesgo operacional asociado a una administración compartida.

Dado que la mayor parte de los ingresos de Ingevec proviene del área de I&C, la compañía se encuentra menos expuesta al requerimiento de altos niveles de financiamiento para capital de trabajo. No obstante, cabe destacar que parte importante de los ingresos de su unidad de I&C provienen de proyectos de edificación habitacional y no habitacional, lo que la impacta en forma indirecta.

Si bien la empresa ha manifestado su interés por potenciar el crecimiento de su unidad inmobiliaria –e indirectamente de su unidad de I&C- la mayor parte del financiamiento requerido se obtendría por medio de la reciente capitalización de la compañía, permitiendo acotar en parte las necesidades de financiamiento externo.

**Relación de largo plazo con proveedores y buen historial de pago de clientes**

Los principales proveedores de la compañía en su unidad de I&C son los fabricantes de insumos de construcción, tales como hormigón, acero, arriendo de equipos, entre muchos otros. Si bien la contratación de proveedores se establece por obra, la compañía ha privilegiado el desarrollo de relaciones de largo plazo asegurando la continuidad y calidad en el suministro de materiales.

Respecto a los clientes de la unidad de I&C, éstos generalmente cuentan con una buena calidad crediticia, lo que unido a las políticas de seguimiento crediticio que efectúa Ingevec sobre ellos, le han permitido lograr un nulo nivel de incobrable.

**POSICION FINANCIERA SÓLIDA**

**Resultados y márgenes**

*Ingresos vuelven a niveles pre crisis financiera y terremoto pero alcanzan menores márgenes.*

La rentabilidad de la operación de la compañía está altamente relacionada con los volúmenes de operación que obtenga y con su nivel de participación y márgenes obtenidos en nuevas obras adjudicadas y proyectos propios.

Producto de la contracción económica que afectó en forma importante a la industria de la construcción, Ingevec experimentó un deterioro en los resultados de sus dos áreas de negocios (con un área de I&C fuertemente concentrada en proyectos de viviendas habitacionales durante 2008 y 2009). Al impacto de la crisis, en 2010 se sumó el efecto en los comportamientos de compra de los clientes a raíz del terremoto. La unidad inmobiliaria se vio mayormente afectada por un escenario de mayores restricciones en la obtención de créditos hipotecarios del segmento socioeconómico C2-C3, provocando un alto nivel de desistimientos. Esto se tradujo en una fuerte caída de las promesas y una extensión de los plazos de venta. Ante este escenario de menor demanda, la empresa adoptó medidas tales como disminuir los precios de algunas unidades incurriendo en mayores gastos operacionales, lo que finalmente impactó en la rentabilidad del negocio, el cual a diciembre de 2010 no había logrado obtener márgenes operacionales positivos.

Tras la disminución en el inicio de nuevos proyectos asociados al área inmobiliaria, la unidad de I&C de la compañía optó por orientarse a la construcción de obras a terceros, incrementando su importancia dentro del mix de ventas, aunque con un mayor componente de obras habitacionales, lo que permitió a fines de 2011 alcanzar ingresos consolidados por \$105.622 millones de pesos, similar al nivel de ingresos registrados a cierre del año 2008 (\$110.705 millones), antes de que la industria se viera afectada por la crisis y posterior terremoto. Al mismo tiempo, el Ebitda se incrementó en un 20% respecto al cierre 2010, alcanzando \$3.461 millones.

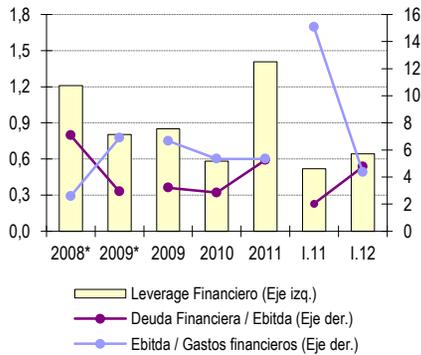
El margen Ebitda consolidado en 2011 llegó a 3,3%, con un leve repunte durante el primer trimestre del 2012 (3,7%), que se encuentra por debajo de registrado a fines de 2010 (4,5%) y 2009 (5,2%), aunque continúa manteniéndose por sobre el 2,5%<sup>1</sup> promedio alcanzado en el período comprendido entre 2004 y 2007.

<sup>1</sup> Cifra obtenida bajo una consolidación Proforma efectuada por la compañía, puesto que Ingevec S.A. se constituyó en el año 2008.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

### Índices de endeudamiento

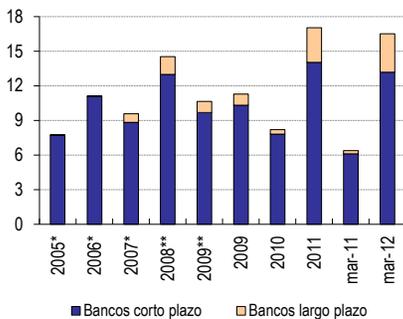
Cifras en IFRS



(\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal.

### Evolución deuda financiera

Cifras en mil millones de pesos

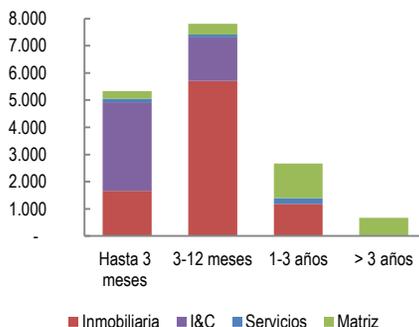


(\*) Estados financieros Proforma.

(\*\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal.

### Perfil de amortizaciones por unidad de negocios

A marzo de 2012, en millones de pesos



Esta caída en márgenes responde principalmente a los menores márgenes obtenidos en el área de I&C, que se ha visto más afectada por los aumentos en costos de mano de obra que representan cerca de una 25% de los costos totales directos. En contrapartida, los márgenes han sido favorecidos por el área inmobiliaria, que si bien representa una menor importancia relativa en los ingresos, la naturaleza del negocio permite que los aumentos en precios sean mayormente traspasados a los clientes finales, siendo éstos mayores costos absorbidos por la demanda.

En vista de las sólidas proyecciones que presenta la industria para el año 2012 y el fuerte incremento que ha registrado el *backlog* de obras por facturar, se estima que Ingevec continuaría mostrando una favorable evolución de los resultados de su negocio de I&C. En tanto, su unidad inmobiliaria se espera que muestre una mayor facturación durante el año en curso, puesto que ha logrado aumentar el número de obras simultáneas y la estrategia del aumento de capital considera que en el largo plazo ésta área aporte cerca de un 15% de los ingresos consolidados.

De esta forma, se estima que en el mediano plazo, Ingevec debiera alcanzar una progresiva diversificación de su fuente de ingresos, a través del desarrollo de proyectos inmobiliarios comerciales, la ampliación de su cobertura geográfica y la participación en un mayor número de licitaciones públicas en su unidad de I&C.

### Endeudamiento y flexibilidad financiera

*Políticas financieras conservadoras, privilegiando la mantención de moderados niveles de endeudamiento*

Ingevec se ha caracterizado por privilegiar el financiamiento de sus proyectos con recursos propios, lo que se ha reflejado en bajos indicadores de endeudamiento respecto a otras empresas del sector. Lo anterior, ha estado asociado por un lado, a la adopción de políticas financieras conservadoras y, por otro, a la menor participación que posee la unidad inmobiliaria dentro de su estructura de operación.

Para el financiamiento de los proyectos inmobiliarios, la compañía cuenta con líneas de crédito asociadas a la construcción de cada proyecto individual, estructuradas de acuerdo al plazo de venta de los mismos y con garantía sobre los terrenos de los proyectos que financian. Para el financiamiento de los terrenos y de otros ítems como servicios profesionales y gastos de ventas, Ingevec utiliza principalmente los recursos generados internamente, no obstante, también cuenta para estos fines con líneas bancarias corporativas con un saldo a marzo de 2012 del orden de \$2.600 millones.

Del total de stock de deuda financiera al cierre del primer trimestre de 2012, el 52% se encuentra emplazado en las filiales de la unidad inmobiliaria, por lo que gran parte de la deuda consolidada de Ingevec posee vencimientos de corto plazo, de acuerdo a la naturaleza de los plazos de venta de los proyectos en desarrollo y escrituración.

Ingevec alcanzó su mayor nivel de deuda financiera a fines de 2011, la cual llegó a \$18.213 millones, casi el doble del promedio registrado en 2010 y 2009 de \$9.739 millones. Este mayor nivel de deuda se explica principalmente por el mayor nivel de actividad a nivel consolidado y el mayor énfasis que ha adquirido el negocio inmobiliario, con un creciente número de proyectos en curso de forma simultánea mediante su participación en consorcios.

El indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda se elevó a 4,2x en 2011, sin embargo, gracias al aumento de capital realizado mediante su apertura en bolsa en marzo de 2012, éste indicador mejoró considerablemente, llegando a 1,2x al cierre del primer trimestre de 2012 con una caja extraordinaria de \$12.299 millones.

La apertura en bolsa además permitió prácticamente duplicar el patrimonio que mantenía Ingevec en el primer trimestre de 2011 y, asimismo consiguió mantener estables los indicadores de endeudamiento, con un *leverage* financiero de 0,64x y de cobertura, con un nivel de Ebitda sobre gastos financieros de 4,4x pese al alza en su nivel de deuda.

El aumento de capital, que significó una recaudación estimada de \$12.500 millones, está destinado principalmente a fortalecer el área inmobiliaria y su expansión a nivel nacional y, en menor medida, a aumentar en número y magnitud las obras del área de I&C y financiar su capital de trabajo con el fin de poder aumentar su participación en contratos para el Estado que son de mayor envergadura, que tienen un comportamiento anti-cíclico y que hasta ahora no ha podido adjudicarse dados los requerimientos de capital patrimonial que algunas de éstas generalmente especifican. En total, el plan de inversiones para el periodo 2012-2015 contempla US\$ 120 millones.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Ingevec ha mantenido en los últimos años una política de reparto de dividendos del orden del 40% de las utilidades líquidas, lo que se estima se mantendrá en rangos similares en el mediano plazo y no debiera generar presiones sobre su perfil financiero.

Además, la compañía cuenta con bajas necesidades de inversión en activo fijo, por cuanto, la gran mayoría de la maquinaria utilizada en la construcción la arrienda a terceros. En tanto, las necesidades de inversión se concentran principalmente en su unidad inmobiliaria, ya sea como capital de trabajo para el desarrollo de los proyectos inmobiliarios o bien, en la adquisición de participaciones en las distintas inmobiliarias en que participa junto a terceros.

Se espera que, debido a un mayor nivel de actividad en el área inmobiliaria, la deuda financiera se mantenga relativamente estable y de haber un aumento, éste sea compensado en parte por un incremento de su capacidad de generación operacional –asociado a una mayor actividad de I&C- lo que unido al fortalecimiento de su capital patrimonial, contribuirían a normalizar los indicadores hacia fines de 2012.

Puntualmente, la clasificación considera que el stock de deuda financiera disminuya transitoriamente, ya que parte del aumento de capital está destinado a reducir la deuda que mantiene Ingevec a nivel corporativo, con un indicador de deuda financiera sobre Ebitda bajo 3x en el mediano plazo. Esto, sobre la base de que las necesidades de financiamiento derivadas de la actividad inmobiliaria, serían contrarrestadas por una mayor capacidad de generación de flujos operacionales a nivel consolidado, permitiendo así, mantener un perfil financiero estable, sin mayores presiones en sus indicadores.

Solvencia	Jun. 2011	Jun. 2012
Perspectivas	BBB	BBB
Acciones	Estables	Estables
	Primera Clase Nivel 4	Primera Clase Nivel 4

### Resumen Financiero Consolidado

Cifras bajo IFRS en millones de pesos

	Bajo IFRS Proforma <sup>(1)</sup>				Bajo IFRS		
	2008	2009	2009	2010	2011	Mar.11	Mar.12
Ingresos	110.705	65.084	67.901	64.437	105.622	21.008	26.499
Ebitda <sup>(2)</sup>	2.053	3.626	3.514	2.884	3.461	975	979
Ebitda Ajust. <sup>(3)</sup>	2.505	3.428	3.509	2.823	3.479	1.036	1.105
Resultado Operacional	1.733	3.346	3.194	2.553	3.108	851	894
Gastos Financieros	-791	-527	-527	-539	-648	-65	-224
Resultado del Ejercicio	1.443	1.890	1.890	2.523	2.489	801	873
Flujo de Caja Neto Op. (FCNO)	-2.899	7.222	7.288	6.883	-3.977	6.024	-1.187
Inversión en activos fijos	-397	-113	-113	-110	-696	-127	-550
Variación de deudas financieras	6.259	-3.884	-3.884	-3.091	8.833	-1.827	-1.709
Dividendos pagados	-455	-616	-616	-917	-1.318	-1.318	-1.244
Caja y Equivalentes	656	501	566	470	3.765	2.944	12.299
Activos Totales	37.958	33.443	35.610	35.515	46.625	36.500	62.958
Pasivos Exigibles	25.945	20.197	22.364	21.425	33.687	24.209	37.305
Patrimonio + In. minoritario	12.013	13.247	13.247	14.090	12.938	12.291	25.653
Deuda financiera corto plazo	12.982	9.671	10.324	7.821	14.028	6.114	13.163
Deuda financiera largo plazo	1.533	961	961	373	4.185	252	3.341
Deuda financiera total	14.516	10.632	11.285	8.194	18.213	6.366	16.504
Margen Bruto (%)	4,9%	10,4%	10,0%	10,4%	8,0%	9,6%	8,7%
Margen Ebitda (%)	1,9%	5,6%	5,2%	4,5%	3,3%	4,6%	3,7%
Margen Ebitda Ajust. <sup>(3)</sup> (%)	2,3%	5,3%	5,2%	4,4%	3,3%	4,9%	4,2%
Margen Operacional (%)	1,6%	5,1%	4,7%	4,0%	2,9%	4,0%	3,4%
Margen Neto (%)	1,3%	2,9%	2,8%	3,9%	2,4%	3,8%	3,3%
Res. Operacional / Activos <sup>(4)</sup> (%)	4,6%	10,0%	9,0%	7,2%	6,7%	7,6%	5,0%
Rentabilidad Patrimonial <sup>(4)</sup> (%)	12,0%	14,3%	14,3%	17,9%	19,2%	22,0%	10,0%
Leverage (vc)	2,16	1,52	1,69	1,52	2,60	1,97	1,45
Leverage financiero (vc)	1,21	0,80	0,85	0,58	1,41	0,52	0,64
Ebitda / Gtos. Financieros (vc)	2,6	6,9	6,7	5,3	5,3	15,1	4,4
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(4)</sup> (vc)	7,1	2,9	3,2	2,8	5,3	2,0	4,8
Deuda Fin. Neta / Ebitda <sup>(4)</sup> (vc)	6,8	2,8	3,1	2,7	4,2	1,1	1,2
Liquidez corriente (vc)	2,6	6,9	6,7	5,3	5,3	15,1	4,4
FCNO / Deuda Fin.Neta <sup>(4)</sup> (vc)	1,2	1,3	1,5	1,4	1,3	1,2	1,7

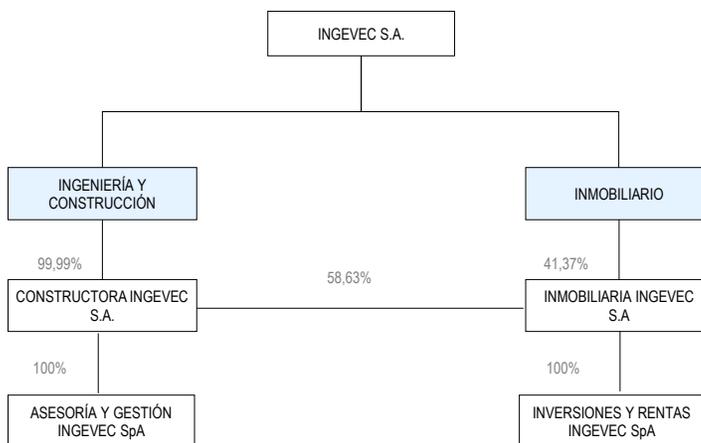
(1) En los Estados Financieros Proforma, las cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal (éstas son registradas como inversiones en asociadas). En los Estados Financieros bajo IFRS, estas empresas se consolidan proporcionalmente a la participación que tiene Ingevec S.A. en ellas.

(2) Ebitda: Resultado Operacional + depreciación y amortización de activos. En el caso del Ebitda a marzo de 2011, esta cuenta además incluye \$237,4 millones, incluidos dentro de la cuenta "otros ingresos, por función" y que corresponden a montos provenientes de Progesta FIP por concepto de reparaciones de existencias inmobiliarias a causa del terremoto, las cuales fueron recibidas como reembolsos por las compañías de seguro. Cabe destacar que, en la próxima publicación de Estados Financieros, este monto será reclasificado como un menor costo de explotación.

(3) Ebitda Ajustado: Ebitda + Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(4) Indicadores a marzo de 2012 se presentan anualizados.

### Resumen Estructura Societaria



### Características de los Instrumentos

#### ACCIONES<sup>(1)</sup>

Presencia ajustada <sup>(2)</sup>	9,49%
Rotación <sup>(2)</sup>	47,75%
Concentración de propiedad	59,4%
Política de dividendos	Al menos 30% de las utilidades líquidas del ejercicio
Mercados en que transa	Chile
Precio Bursátil de la acción	50
Valor libro ajustado	27,29
Relación Precio Utilidad	-

(1) Mayo 2012

(2) Abril 2012

La clasificación 1ª Clase Nivel 4 refleja un adecuado nivel de solvencia del emisor y que los títulos no poseen un historial de transacciones en el mercado, debido a que la empresa no ha realizado aún una apertura en Bolsa.

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.