



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

## Ingevec S.A.

### Contenido:

Resumen de Clasificación	2
Antecedentes de la Compañía	5
Clasificación de Riesgo del Negocio	7
Evaluación del Riesgo Financiero	13
Solvencia del emisor	15
Características de los Instrumentos	16

### Responsable de la Clasificación

Fernando Villa P.  
fvilla@icrchile.cl

### Analista:

Gastón Gajardo L.  
ggajardo@icrchile.cl



**Reseña Anual de Clasificación  
Abril 2016**

## Clasificación

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>	<u>Tendencia</u>
Línea de bonos N° 751 (serie A)	BBB	Estable
Títulos accionarios	Primera Clase Nivel 4	Estable

Estados Financieros: 31 de diciembre de 2015

## RESUMEN DE CLASIFICACIÓN

ICR Clasificadora de riesgo ratifica en Categoría BBB, con tendencia “Estable”, la clasificación asignada a la línea de bonos N° 751 de Ingevec S.A. (en adelante Ingevec, la compañía o la empresa), con su respectiva serie. Asimismo, ratifica en Categoría Primera Clase Nivel 4, los títulos accionarios nemotécnico INGEVEC.

La clasificación asignada a la solvencia y el bono considera, principalmente, la escala de sus operaciones, administración de riesgos, control y complejidad de sus proyectos, naturaleza de los contratos, diversificación y su situación financiera. Al respecto:

- **Escala de operaciones:** La compañía cuenta con más de 30 años de experiencia en el negocio de ingeniería y construcción en Chile, con fuerte especialización en el segmento habitacional. Actualmente, posee presencia en el mercado local en once regiones de Chile, alcanzando una participación de mercado consolidada de 2,55% según estimaciones de la compañía.<sup>1</sup>
- **Administración de riesgos:** Ingevec cuenta con un comité de riesgo que define los procedimientos internos orientados a minimizar la exposición a diversos riesgos, y que persigue, entre otros objetivos, el mantener una cartera de clientes atomizada, la formación de consorcios en proyectos de gran envergadura, y la contratación de seguros que cubren riesgos financieros y de ejecución de obras. Asimismo, se ha fortalecido el departamento de propuestas, y se han mejorado los sistemas de control de costos, manteniendo una administración en línea con la oficina central.
- **Complejidad y control de los proyectos:** La compañía mantiene, generalmente, un enfoque en proyectos de bajo riesgo concentrado principalmente en edificación junto con una baja exposición a proyectos de gran complejidad (infraestructura), los que en caso de llevarse a cabo se ejecutan bajo consorcios con otras compañías del rubro.
- **Naturaleza de los contratos:** La sociedad opera bajo contratos de suma alzada, es decir, contratos donde se establece un precio fijo por los servicios prestados, los que, en periodo de escasez de mano de obra, han provocado sobrecostos en la compañía no traspasables a los mandantes.
- **Diversificación:** Durante los últimos años, la compañía ha iniciado un proceso de diversificación de negocios, especialmente en los segmentos de Servicios e Inmobiliario Habitacional. Sin embargo, en opinión de ICR, este nivel de diversificación, por el momento, no es suficiente para optar a una mayor clasificación de riesgo del negocio, dado que el área de Ingeniería y Construcción tiene una alta concentración en edificación, negocio que enfrenta una elevada competencia y alta permeabilidad a costos de mano de obra, lo que se ha visto reflejado en la situación financiera de la empresa en periodos anteriores. El segmento Ingeniería y Construcción no se enfoca en otro tipo de especialidades, y el negocio inmobiliario si bien ha exhibido un comportamiento positivo, aún no alcanza los volúmenes que permitan contrarrestar los riesgos asociados al segmento construcción en un adecuado balance. Asimismo, mantiene una amplia cartera de clientes y una cartera de contratos bastante atomizada, donde no pueden existir más de cuatro proyectos por clientes.
- **Situación financiera:** En opinión de ICR, la política de endeudamiento de Ingevec se ve favorecida por la generación de flujos de caja operacionales y la mayor escrituración de proyectos inmobiliarios propios durante el último trimestre, lo que permitió a la compañía seguir reduciendo su nivel de deuda financiera, concluyendo el período 2015 con obligaciones por \$27.517 millones, lo que representó una disminución de 10,5% anual. Esto permitió a Ingevec disminuir sus indicadores de endeudamiento y endeudamiento financiero a niveles que le permiten a la compañía mantener una estructura financiera sana, respecto a lo ocurrido el año 2014.

<sup>1</sup> Análisis Razonado de la compañía a diciembre de 2015.

Asimismo, producto del aumento en el nivel de Ebitda de la compañía durante 2015, la empresa mejoró sus indicadores de cobertura, dejando atrás las distorsiones ocurridas el 2014, alcanzando una cobertura de gastos financieros netos de 5,43 veces. Por esta razón, se espera que durante el año 2016 los indicadores de deuda financiera neta sobre Ebitda y Ebitda sobre gastos financieros netos prosigan con el proceso de normalización iniciado el 2015, reflejando la real situación financiera de la compañía.

La tendencia estable de la clasificación hace relación con la capacidad de la compañía de reducir sus niveles de endeudamiento y estabilizar sus flujos de Ebitda y la cobertura de obligaciones, incluso en un escenario marcado por un menor crecimiento económico, la incertidumbre derivada de cambios tributarios y mayores restricciones en el sistema financiero. Asimismo, mantiene un importante nivel de Backlog, tanto en el área de ingeniería y construcción (MM\$247.032) como en el área inmobiliaria (UF 1.144.288), lo que entrega una base relevante de actividad para los próximos años. A diciembre de 2015, la compañía contaba con 50 contratos de construcción en ejecución y 44 proyectos inmobiliarios.

Respecto a las perspectivas del sector, la economía continúa en una fase de menor crecimiento respecto a años anteriores, por lo que no se espera un aumento significativo en los ingresos en el área de ingeniería y construcción. Por el lado inmobiliario, el efecto IVA tuvo su mayor incidencia en el último trimestre de 2015, por lo que, para el presente año se mantendrá la incertidumbre asociada al endurecimiento del financiamiento. Por ende, existen dificultades para inferir el desempeño operacional en tal escenario.

Considerando lo anterior, y dado que la compañía continúa con una alta exposición a la edificación, a pesar de un mayor esfuerzo de diversificación de sus negocios, ICR considera que no se aprecian elementos que pudiesen derivar en una mejora en la clasificación de riesgo durante el presente año. No obstante, la clasificación podría verse corregida a la baja si la compañía incorporase mayor cantidad de deuda de manera significativa y/o presentase una baja generación de flujos respecto de sus obligaciones.

## DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

### 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.

### Categoría Primera Clase Nivel 4

Títulos accionarios con razonable combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

## METODOLOGÍA

### LÍNEA DE BONOS

Metodología utilizada: Metodología general de clasificación de empresas

### TÍTULOS ACCIONARIOS

Metodología utilizada: Títulos accionarios de sociedades anónimas.

## HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN

BONOS	mar-13	abr-13	abr-14	abr-15	abr-16
CLASIFICACIÓN	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN	<u>Nuevo instrumento:</u> Línea de bono N° 751 Serie A	<u>Confirmación:</u> Línea de bono N° 751 Serie A	<u>Confirmación:</u> Línea de bono N° 751 Serie A	<u>Confirmación:</u> Línea de bono N° 751 Serie A	<u>Confirmación:</u> Línea de bono N° 751 Serie A
TENDENCIA	Negativa	Estable	Estable	Estable	Estable
ACCIÓN DE TENDENCIA	Cambio de tendencia	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación

TÍTULOS ACCIONARIOS	abr-13	abr-14	abr-15	abril-16
CLASIFICACIÓN	Primera Clase Nivel 4	Primera Clase Nivel 4	Primera Clase Nivel 4	Primera Clase Nivel 4
ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación
TENDENCIA	Estable	Estable	Estable	Estable
ACCIÓN DE TENDENCIA	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

**Ingevec S.A.**
**Fecha Informe:  
Abril.2016**
**ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA<sup>2</sup>**

Ingevec S.A. es una compañía que presta servicios de construcción a terceros, tanto del sector privado como público, a lo largo del territorio nacional, abarcando desde casas particulares hasta proyectos de gran envergadura como: conjuntos, edificios habitacionales, edificios de oficinas, supermercados, obras civiles, entre otros.

La Sociedad tiene el carácter de matriz de las empresas operativas del grupo, siendo Constructora Ingevec S.A., la principal unidad de negocios.

Desde su formación en 1983, Ingevec ha diversificado sus líneas de negocio para buscar nuevas oportunidades y mitigar el riesgo de concentración de sus operaciones. La compañía cuenta con dos áreas de negocio: Ingeniería y Construcción (I&C) e Inmobiliaria, y con distintas filiales cuyo propósito es complementar ambas líneas de negocios. A continuación, se realiza una descripción de las distintas actividades en que se desempeña la Compañía, según su relevancia.

Información a diciembre de 2015			
Áreas de negocio	Ingeniería y Construcción (I&C)	Inmobiliaria	
Filiales	Constructora Ingevec S.A. Asesoría y Gestión Ingevec SpA	Inmobiliaria Ingevec S.A. Inversiones y Rentas Ingevec SpA	
Descripción	Ofrece servicios de ingeniería y construcción tanto al sector público como al privado, realizando construcciones para el segmento habitacional y no habitacional. Asimismo, la compañía participa como contratista para terceros y empresas relacionadas.	Desarrolla y gestiona proyectos inmobiliarios en forma directa y/o en asociación con otras empresas del sector. Las actividades se desarrollan mediante tres vías: (i) inversión en proyectos; (ii) desarrollo integrado y; (iii) gestión empresarial.	
Ingresos (MM\$)	145.046	10.991	
% de los ingresos	93%	7%	
Ebitda ajustado (MM\$) <sup>3</sup>	5.400	2.223	
% del Ebitda ajustado	71%	29%	
Backlog	MM\$247.03	MUF 1.144	
Utilidad Neta (MM\$)	1.307	2.012	
% de los resultados	39,4%	60,6%	

**Tabla 1:** Principales negocios de la compañía

Fuente: Elaboración propia, con información de memoria 2015 y presentación 4Q 2015

El plan de diversificación de la compañía incorporó el desarrollo de nuevas líneas de negocios, relacionadas con el rubro de la construcción. Estos negocios son llevados a cabo por sus filiales Asesoría y Gestión Ingevec SpA (A&G Ingevec) e Inversiones y Rentas Ingevec SpA. La primera se encarga de la prestación de servicios a la construcción por medio de capacitaciones (Capacitación Apoquindo) y el arriendo de maquinarias y equipos, mientras que la filial inmobiliaria orienta sus actividades al desarrollo y gestión de proyectos inmobiliarios comerciales para renta o venta.

La compañía es controlada por los señores José Antonio Bustamante Bezanilla, Francisco Vial Bezanilla, y Enrique Besa Jocelyn-Holt, socios fundadores de la sociedad. En la actualidad, el pacto de accionistas concentra a través de distintas sociedades el 74,1% del capital social de la compañía. En dicho pacto participan además cinco ejecutivos de la sociedad.

El directorio de la compañía es presidido por el señor Enrique Besa Jocelyn - Holt, quien, hasta el 05 de diciembre de 2012, se desempeñó como gerente general de la sociedad. La estructura de propiedad y directorio de la compañía se detallan a continuación:

**INDUSTRIA  
CONSTRUCCIÓN  
E INMOBILIARIA**

<sup>2</sup> Fuente: SVS, Memoria 2015 Ingevec, presentación de resultados dic-2015

<sup>3</sup> Ebitda Ajustado = Ebitda + Gasto financiero en costo de venta.

Ingevec S.A.

Fecha Informe:  
Abril.2016

ACCIONISTA	% PROPIEDAD
INV. 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 GÉNESIS 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%

**\*sociedades vinculadas al grupo controlador**

**Tabla 2:** Principales Accionistas  
Fuente: SVS.

DIRECTORIO	
ENRIQUE BESA JOCELYN-HOLT	Presidente
GUSTAVO ALCALDE LEMARIE	Director
FRANCISCO VIAL BEZANILLA	Director
JOSÉ ANTONIO BUSTAMANTE BEZANILLA	Director
FRANCISCO COURBIS GREZ	Director
RICARDO ALBERTO BALOCCHI HUERTA	Director
JUAN ANTONIO YAÑEZ CIFUENTES	Director

COMITÉ DE DIRECTORES	
GUSTAVO ALCALDE LEMARIE	Director
FRANCISCO COURBIS GREZ	Director
JUAN ANTONIO YAÑEZ CIFUENTES	Director

**Tabla 3:** Directorio y Comité de directores  
Fuente: SVS.

Ingevec S.A.

 Fecha Informe:  
Abril.2016

**CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO**
**1. Industria Construcción e Inmobiliaria<sup>4</sup>.**
**1.1- Sector ingeniería y construcción.**

En primer término, este sector incluye aquellas compañías relacionadas con la ingeniería, construcción, renovación y mantenimiento de instalaciones y/o infraestructura en general. Estas compañías podrían estar relacionadas con todas las etapas de un proyecto de construcción (por ejemplo, ingeniería, gestión de costos, construcción y mantenimiento) o bien estar focalizadas en uno o más negocios, como montaje industrial o desarrollo inmobiliario.

Las compañías pertenecientes a esta industria pueden ser de todo tipo de tamaño, desde gran escala, como compañías completamente integradas (desde el diseño, ingeniería, gestión de costos o fabricación de materiales de construcción, construcción propiamente tal, operaciones y mantenimiento), hasta empresas relativamente pequeñas, como compañías regionales focalizadas en un rango limitado de proyectos ( la pavimentación de carreteras, por ejemplo) o en un único mercado final (transporte por carretera, por ejemplo). La industria de ingeniería y construcción es altamente cíclica debido a las siguientes características:

Factores	Características
Demanda	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Correlacionada a la actividad económica, especialmente a variables como empleo, precios de commodities, expectativas y gasto de gobierno.</li> <li>• Crecimiento del mercado objetivo determina las decisiones de inversión.</li> <li>• Sensible a condiciones de financiamiento.</li> </ul>
Ambiente competitivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mercado es competitivo con bajas barreras de entrada.</li> <li>• Los contratos se adjudican mediante licitaciones públicas.</li> <li>• Competencia intensiva en precios.</li> </ul>
Estabilidad	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se caracteriza por tener una menor estabilidad en comparación con otras actividades de la economía.</li> </ul>
Regulación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Enfoque en la seguridad en el trabajo, medio ambiente y estatutos relacionados con la construcción.</li> </ul>

**Tabla 4:** Principales características sector ingeniería y construcción

Fuente: Elaboración propia.

Particularmente, las actividades de construcción representan una parte importante de la producción nacional. A lo largo del tiempo, la construcción ha representado alrededor del 7% del PIB. El año 2015 revirtió la caída registrada en 2014 alcanzando niveles levemente superiores mostrados al 2013, debido a la mayor edificación durante 2015, a pesar de la ralentización en la actividad económica. Lo anterior se ratifica con lo mostrado por el IMACON, que durante 2015 revirtió la tendencia mostrada en 2014.

**INDUSTRIA  
CONSTRUCCIÓN  
E INMOBILIARIA**

<sup>4</sup> Fuente: Estadísticas del Banco Central de Chile y la Cámara Chilena de la Construcción (CChC)

Ingevec S.A.

Fecha Informe:  
Abril.2016

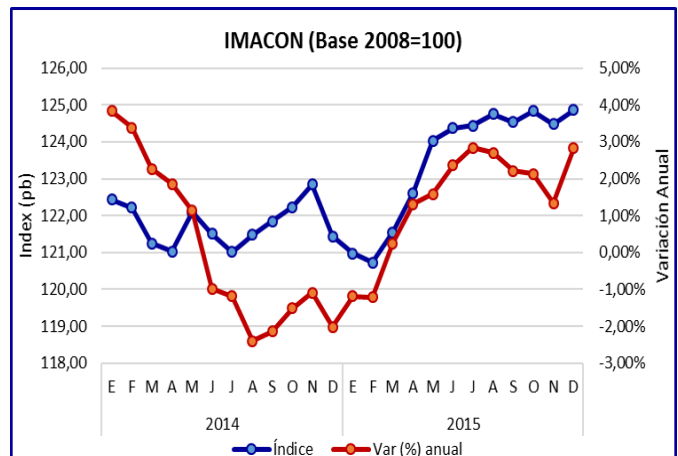
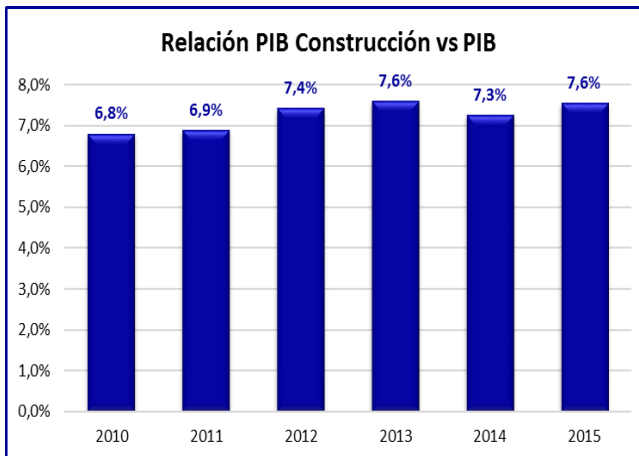


Gráfico 1: PIB Construcción / PIB Total

Fuente: Elaboración propia, datos Banco Central de Chile

En línea con lo anterior, a pesar de la desaceleración económica, los permisos de edificación mostraron un repunte interesante en el último trimestre de 2015 totalizando 2.629.371 permisos, cifra superior en un 45% a lo mostrado el mismo mes del año anterior. De igual forma, el índice de despachos de materiales mejoró respecto a lo presentado en 2014 revelando una variación de 9,9% respecto a diciembre del año anterior, su valor más alto en 24 meses, lo que da cuenta de mayor actividad en edificación.

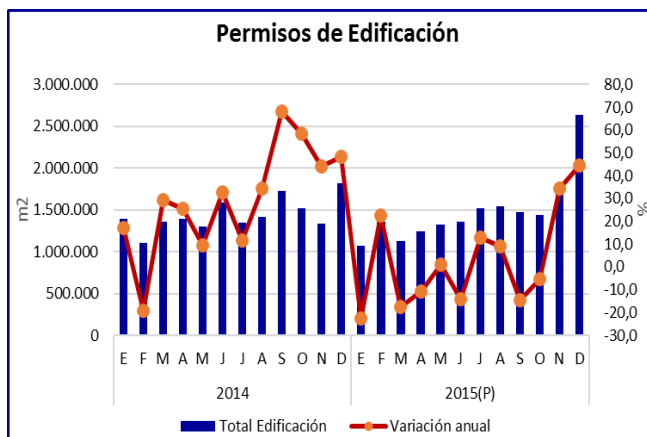


Gráfico 3: Permisos de edificación

Fuente: Elaboración propia, datos Banco Central de Chile

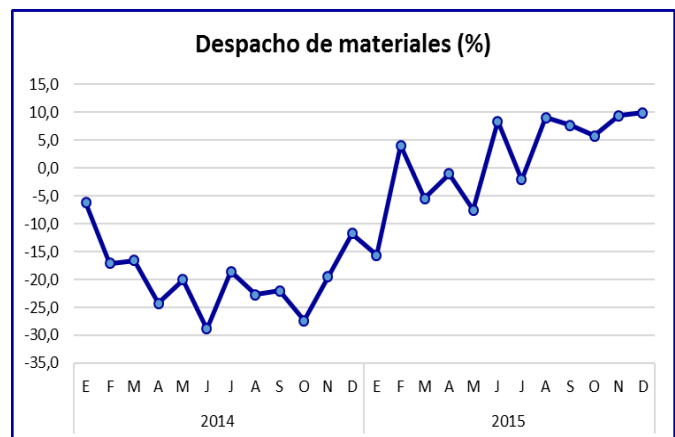


Gráfico 4: Variación 12 meses (%) Índice despacho de materiales

Fuente: Elaboración propia, datos CChC

Una variable de alta relevancia en el desempeño del sector, y particularmente en el segmento de edificación y obras civiles en que participa Ingevec, corresponde a los costos de mano de obra asociados a la construcción. Las características de los contratos implican que las empresas constructoras asumen riesgos de incrementos en los costos de construcción, debido a que las partes (constructora y mandante) acuerdan un precio definido al momento de firmar el contrato, por lo que eventuales alzas en los costos tienen consecuencias negativas en los márgenes brutos.

En 2015, se ha apreciado una ralentización en el índice de costos de mano de obra, el que llegó a exhibir un aumento anual de 5,47% respecto a diciembre 2014, lo que se contrasta con el 15,4% presentado en la misma fecha, lo que tuvo consecuencias favorables a nivel de industria, permitiendo la obtención de mayores márgenes operacionales.



Ingevec S.A.

Fecha Informe:  
Abril.2016

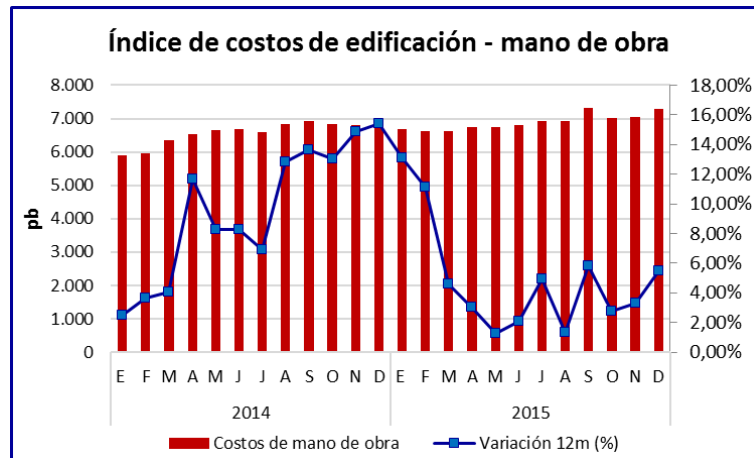


Gráfico 5: Índice de costo de mano de obra  
Fuente: Elaboración propia, datos CChC

### 1.2- Sector inmobiliario.

La industria de desarrollo inmobiliario, al igual que construcción, se caracteriza por su estrecha correlación con la actividad económica, de tal manera que la evolución de variables macroeconómicas y las condiciones del mercado financiero, inciden fuertemente en el desarrollo de este sector, el que se caracteriza por:

Factores	Características
Rentabilidad y flujos de caja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Flujos sujetos a condiciones económicas tales como empleo, tasas de interés y expectativas.</li> <li>Decisiones de compra de vivienda pueden postergarse en escenarios adversos.</li> <li>Tanto oferta como demanda son sensibles a condiciones de financiamiento.</li> </ul>
Ambiente competitivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mercado es competitivo con bajas barreras a la entrada.</li> <li>Gestión de terrenos es clave en el negocio.</li> </ul>
Estabilidad	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sector inmobiliario se caracteriza por tener una menor estabilidad en comparación con otras actividades de la economía.</li> </ul>
Regulación	<ul style="list-style-type: none"> <li>Planos reguladores y políticas de subsidios son claves en el desarrollo de la industria.</li> </ul>

Tabla 5: Principales características sector inmobiliario  
Fuente: Elaboración propia.

Al analizar el comportamiento del sector inmobiliario en Chile, es posible observar un elevado crecimiento, el que es posible aproximar por la evolución de las colocaciones del sistema financiero orientadas a la vivienda, en relación a la evolución de la actividad económica en general. En términos nominales, se observa que estas colocaciones avanzan a una tasa de crecimiento tal, que el año 2015 llegó a representar un 23,13% del PIB. Asimismo, se observa que las ventas totales aumentaron un 40,3% respecto del trimestre anterior, producto de la anticipación de compras de viviendas derivadas del “efecto IVA” en conjunto con mayores compras por parte de inversionistas inmobiliarios.

Ingevec S.A.

Fecha Informe:  
Abril.2016

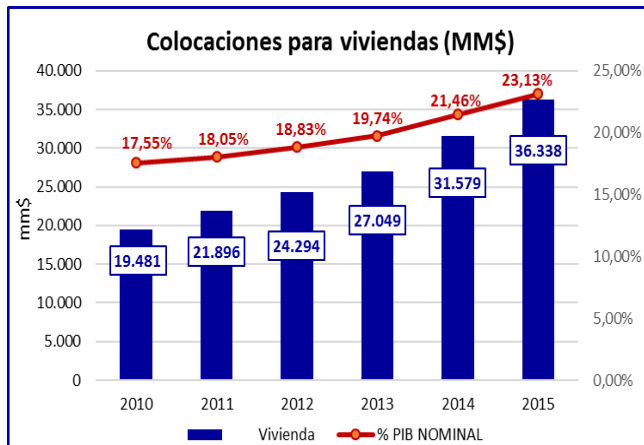


Gráfico 6: Colocaciones para la vivienda

Fuente: Elaboración propia, datos Banco Central de Chile

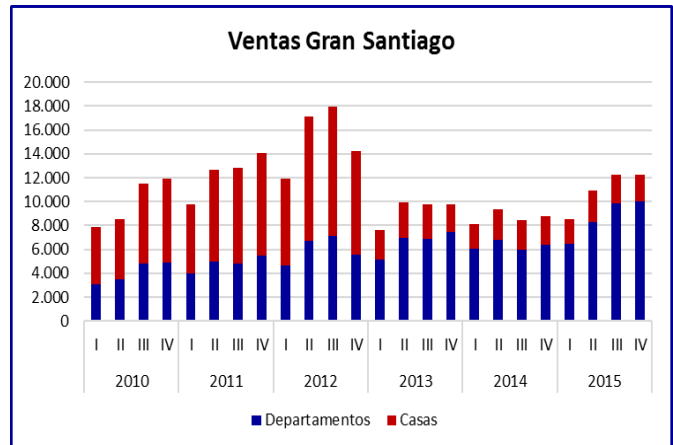


Gráfico 7: Ventas Gran Santiago

Fuente: Elaboración propia, datos Banco Central de Chile

Una de las variables de mayor importancia en el desempeño del mercado inmobiliario corresponde a las tasas de colocación de créditos hipotecarios. En efecto, existe una marcada relación inversa entre el volumen de ventas de viviendas nuevas y la tasa de crédito hipotecario vigente en el mercado, tal como se puede apreciar en el gráfico 8. Es preciso señalar que las condiciones del mercado financiero no sólo afectan las decisiones de compra por parte de los consumidores, sino que también constituyen una variable relevante para el desarrollo de nuevos proyectos, debido a los altos requerimientos de capital de trabajo y financiamiento que requieren las compañías inmobiliarias para llevar a cabo su ejecución. Particularmente este año se incrementaron las exigencias de pies, por lo que puede existir un incipiente aumento en las tasas de desistimiento.

Otra forma de analizar los equilibrios en el mercado inmobiliario, y su dependencia de variables económicas, es observando el comportamiento de la Velocidad de Venta (ventas / stock disponible) y Meses para Agotar Stock. Como se observa en el gráfico 9, durante el año 2015 se observa un aumento en la velocidad de ventas en conjunto con una disminución en los meses para agotar stock, lo que da cuenta del mayor dinamismo en la demanda inmobiliaria.

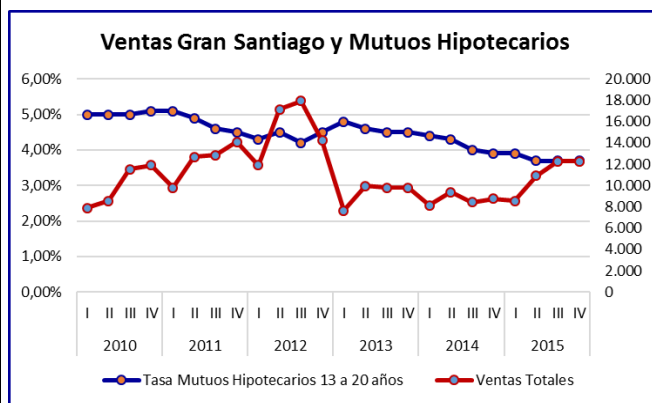


Gráfico 8: Ventas Gran Santiago y Mutuos Hipotecarios

Fuente: Elaboración propia, datos Banco Central de Chile y SBIF

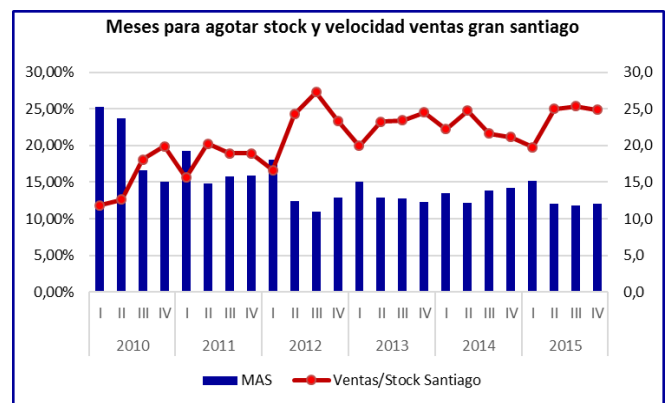


Gráfico 9: Meses para agotar stock y ventas Gran Santiago

Fuente: Elaboración propia, datos CChC

En consecuencia, el mercado inmobiliario es bastante cíclico, y enfrenta una demanda muy sensible a las condiciones de financiamiento del sector. Los shocks externos y las restricciones de liquidez inciden fuertemente en el comportamiento de la demanda inmobiliaria y en la capacidad de financiamiento de proyectos.

INDUSTRIA  
CONSTRUCCIÓN  
E INMOBILIARIA

Lo anteriormente expuesto tiene una incidencia relevante en la clasificación de riesgo que se asigna a las empresas que operan en este sector.

Ingevec S.A.

Fecha Informe:  
Abril.2016

## 2. Principales riesgos asociados al negocio

- **Ciclos económicos:** como se mencionó anteriormente, las operaciones correspondientes al sector inmobiliario y construcción están correlacionadas con los vaivenes en el ciclo económico del país. Para mitigar los periodos de desaceleración, la compañía procura mantener diversificadas sus obras ya sea por ubicación o tipo de mandante; respecto al segmento inmobiliario, la sociedad desarrolla proyectos en segmentos emergentes, los que, al contar con subsidios estatales, da cuenta de una demanda mínima.
- **Marco Regulatorio:** en el sector construcción, un cambio en la regulación tributaria, financiera y/o ambiental puede llevar a inversionistas a postergar sus decisiones de inversión. Asimismo, en mercado inmobiliario un cambio en el plan regulador puede afectar la puesta en marcha y el posterior desarrollo de los proyectos, afectando sus rentabilidades esperadas. Para contrarrestar este riesgo, la compañía procura mantener actualizada cualquier variación regulatoria en su estudio de propuesta y como política invierte en terrenos solo para el desarrollo inmediato de proyectos inmobiliarios.
- **Competencia:** existe un gran número de empresas que participan en los rubros en los que opera la compañía, lo que genera un grado de permanente competencia. Esto implica un riesgo, cuando empresas entrantes disminuyen sus precios en un mercado con condiciones desfavorables.
- **Disponibilidad de terrenos:** el negocio del sector construcción e inmobiliario, en general, depende de los terrenos disponibles para el desarrollo y gestión de proyectos. A la fecha, la compañía no ha informado cambios relevantes en este ítem.
- **Siniestros:** dada la naturaleza del negocio, aun cuando se esté en presencia de medidas de seguridad necesarias, existe la posibilidad latente de que ocurran siniestros que afecten la integridad física de los trabajadores y/o de las obras terminadas o en construcción. La sociedad cuenta con el seguro de responsabilidad civil que cubre daños a terceros y propiedad de terceros en conjunto con seguros que cubren daños a activos y bienes de la sociedad dada la ejecución de las obras.
- **Riesgos de abastecimiento:** en el área de I&C e inmobiliaria, la compañía opera bajo contratos de suma alzada, vale decir, contratos donde se establece un precio fijo por servicio prestado, los que se reajustan por inflación. En un escenario de sobrecostos, la compañía asume los riesgos, tal como se vio reflejado en los años 2012-2014, donde los márgenes del área de ingeniería y construcción fueron presionados a la baja. Mientras que el área inmobiliaria incorporó estos nuevos precios a los análisis de cada proyecto inmobiliario con el fin de realizar las decisiones de inversión en base a la realidad económica observable en el mercado.
- **Riesgo de contraparte e incumplimiento:** Los proyectos son generalmente de gran tamaño y complejidad, exponiendo a las compañías al riesgo de contraparte (subcontratistas y/o proveedores) y condiciones externas (clima, retraso de permisos, etc.) lo que escapa del control de la compañía. La exposición a estos riesgos puede causar retrasos, los que incluso pueden derivar en multas o disputas judiciales con el mandante, incremento en costos y deterioro de los márgenes. Por lo tanto, ICR evalúa la relevancia de estos temas y la probabilidad de impacto financiero de estos conflictos en la compañía.

## 3. Clasificación de riesgo del negocio: Ingevec en la industria (construcción e inmobiliaria).

En relación al desempeño del negocio de Ingevec en las industrias Inmobiliaria e Ingeniería y Construcción, ICR destaca lo siguiente:

- **Escala de operaciones:** La compañía cuenta con más de 30 años de experiencia en el negocio de Ingeniería y Construcción en Chile, con fuerte especialización en el segmento habitacional. Actualmente, posee presencia en el mercado local en once regiones de Chile, alcanzando una participación de mercado consolidada de 2,55% según estimaciones de la compañía.
- **Administración de riesgos:** Ingevec cuenta con un comité de riesgo de procedimientos internos orientados a minimizar la exposición a diversos riesgos, que persigue, entre otros objetivos, mantener una cartera de clientes atomizada, la formación de consorcios en proyectos de gran envergadura, y la contratación de seguros que cubren

Ingevec S.A.

Fecha Informe:  
Abril.2016

riesgos financieros y de ejecución de obras. Asimismo, se ha fortalecido el departamento de propuestas y se han mejorado los sistemas de control de costos, manteniendo una administración en línea con la oficina central.

- **Complejidad y control de los proyectos:** la compañía mantiene, generalmente, un enfoque en proyectos de bajo riesgo concentrado principalmente en edificación junto con una baja exposición a proyectos de gran complejidad (infraestructura), los que, en caso de llevarse a cabo, se ejecutan bajo consorcios con otras compañías del rubro.
- **Naturaleza de los contratos:** la sociedad opera bajo contratos de suma alzada, es decir, contratos donde se establece un precio fijo por los servicios prestados, los que, en periodo de escasez de mano de obra, han provocado sobrecostos en la compañía.
- **Diversificación:** Durante los últimos años, la compañía ha iniciado un proceso de diversificación de negocios, especialmente en los segmentos de Servicios e Inmobiliario Habitacional. Sin embargo, ICR considera que el nivel de diversificación, por el momento, no ha alcanzado suficiente envergadura como para optar a una mayor clasificación de riesgo del negocio, puesto que el área de Ingeniería y Construcción tiene una alta concentración en edificación, negocio que exhibe una alta competencia y una alta permeabilidad a costos de mano de obra, lo que se ha visto reflejado en la situación financiera de la empresa en periodos anteriores.

El segmento Ingeniería y Construcción no se enfoca en otro tipo de especialidades, y el negocio inmobiliario si bien ha exhibido un comportamiento positivo, aún no alcanza los volúmenes que permitan contrarrestar los riesgos asociados al segmento construcción en un adecuado balance. Asimismo, mantiene una amplia cartera de clientes y una cartera de contratos bastante atomizada, donde no pueden existir más de cuatro proyectos por clientes.

En la misma línea, la sociedad ha mantenido un importante porcentaje de la cartera de clientes en el sector público, cuya demanda por obras de infraestructura es menos sensible a períodos recesivos, lo que entrega una mayor estabilidad a la generación de ingresos.

Ingevec S.A.

Fecha Informe:  
Abril.2016

EVALUACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

1. Situación financiera de la compañía

En los últimos años, los ingresos de la compañía no exhiben una clara tendencia, debido a que estos se encuentran sujetos al volumen de contratos que ejecute la empresa durante cada período. En particular, el año 2015 se evidenció un alza de 14,2% en los ingresos consolidados, lo que le permitió alcanzar su mayor nivel de ingresos desde su fundación, debido al aumento en la actividad del segmento de ingeniería y construcción, como consecuencia del mayor nivel de ventas respecto del año anterior. En efecto, los ingresos de dicha línea de negocios exhibieron un aumento de 19,9%, y fueron compensados parcialmente por una caída de 30,1% en el área inmobiliaria.

Del total de ingresos obtenidos durante el 2015, un 93% corresponde a Ingeniería y Construcción, lo que da cuenta de la predominancia de dicha área de negocios en las ventas totales de la compañía. Esta composición se mantiene constante durante los últimos cinco años principalmente debido a que el segmento inmobiliario presenta alta estacionalidad.

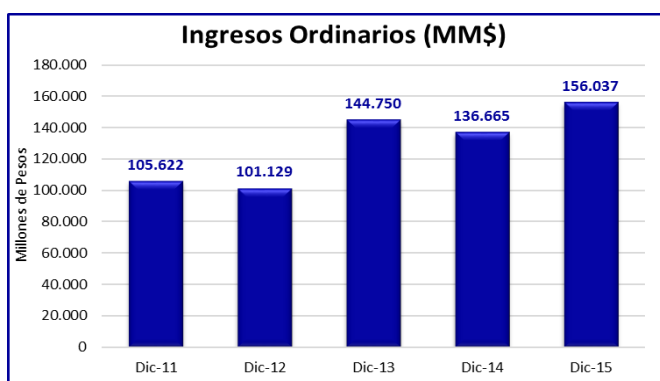


Gráfico 10: Ingresos consolidados  
Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

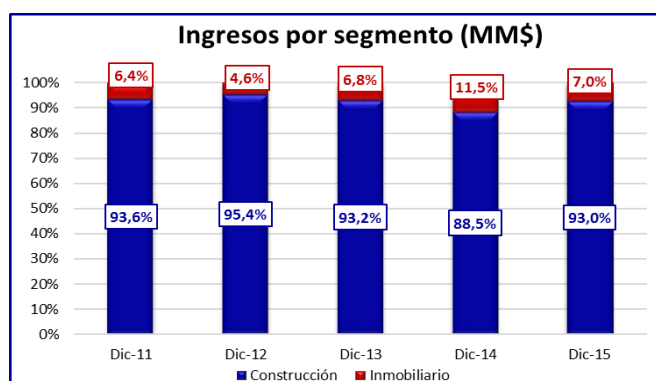


Gráfico 11: Ingresos por segmento  
Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

Al cierre del año 2015, el Ebitda ajustado<sup>5</sup> de la compañía fue de MM\$7.623, mostrando un importante aumento respecto al año anterior, debido a la normalización de los márgenes en el área de ingeniería y construcción, en conjunto con un positivo resultado en el área inmobiliaria, lo que al mismo tiempo le permitió a la compañía obtener su mayor margen Ebitda en cinco años. Cabe destacar que, a pesar que en 2014 se devengaron importantes pérdidas operacionales, la compañía generó flujos de caja operacionales que le han permitido proseguir con su desapalancamiento y cubrir los flujos asociados a actividades de inversión.

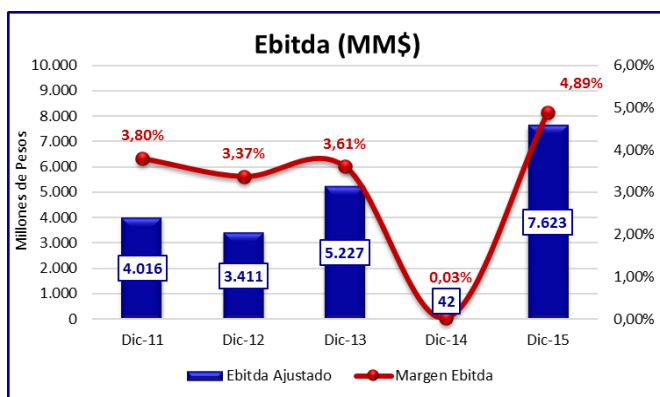


Gráfico 12: Ebitda ajustado consolidado  
Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

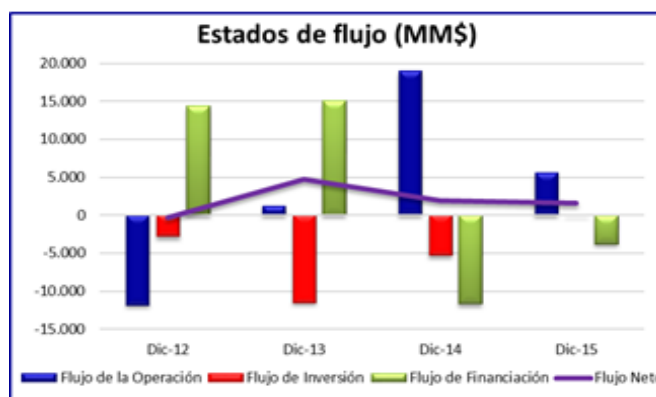


Gráfico 13: Estados de flujo de efectivo  
Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

INDUSTRIA  
CONSTRUCCIÓN  
E INMOBILIARIA

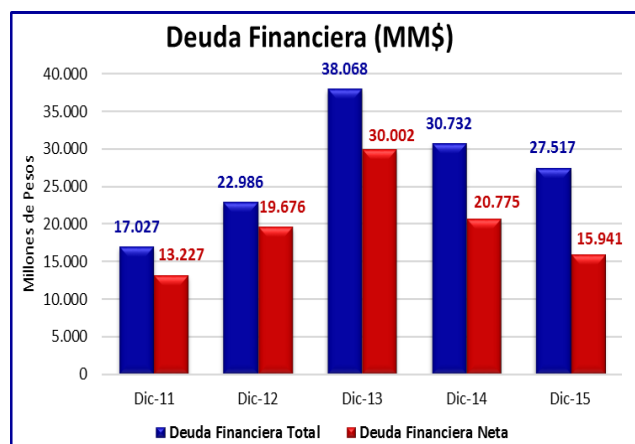
<sup>5</sup> Ebitda Ajustado = Ebitda + Gasto financiero en costo de venta

Ingevec S.A.

## 2. Principales indicadores utilizados en la clasificación

Fecha Informe:  
Abril.2016

En opinión de ICR, la política de endeudamiento de Ingevec se ve favorecida por la generación de flujos de caja operacionales y la mayor escrituración de proyectos inmobiliarios propios durante el último trimestre. Lo anterior permitió a la compañía seguir reduciendo su nivel de deuda financiera<sup>6</sup>, concluyendo el período con obligaciones por \$27.517 MM\$, las que representaron una disminución de 10,5% anual. En consecuencia, Ingevec disminuyó sus indicadores de endeudamiento y endeudamiento financiero tal y como se observa en Tabla 6, lo que le permite a la compañía mantener una estructura financiera sana, respecto a la distorsión ocurrida el 2014.



**Gráfico 14:** Deuda financiera  
Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

Indicador (N° de veces)	2011	2012	2013	2014	2015
Endeudamiento total <sup>7</sup>	2,60	1,80	2,40	2,22	1,89
Endeudamiento financiero	1,32	0,88	1,39	1,26	1,03
Cobertura de gastos financieros netos <sup>8</sup>	7,15	13,33	5,39	0,03	5,43
Deuda financiera neta sobre EBITDA	3,29	5,77	5,74	494,81	2,09
Razón circulante <sup>9</sup>	1,34	1,37	1,71	1,63	1,97
Razón ácida <sup>10</sup>	0,78	0,76	1,03	1,17	1,53

**Tabla 6:** Principales indicadores financieros de la compañía  
Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

Actualmente, la mayor parte de la deuda financiera de Ingevec (92,5%) corresponde a la emisión de bonos efectuada el año 2013, por un monto de UF 1 millón. El instrumento comienza a amortizar capital a partir del año 2017, por lo que para el año 2016 la compañía cuenta con adecuada holgura para cubrir el servicio de la deuda.

Por su parte, la deuda corriente alcanzó los MM\$2.050 y corresponde en su mayoría a créditos para la construcción vinculados a proyectos inmobiliarios, cuya amortización se activa una vez que se inician las escrituraciones y se alcanzan las garantías asociadas (bienes inmobiliarios).

Debido al aumento en el nivel de Ebitda de la compañía durante 2015, Ingevec mejoró sus indicadores de cobertura, dejando atrás las distorsiones ocurridas el 2014, alcanzando una cobertura de gastos financieros netos de 5,43 veces. Por esta razón, se espera que durante el año 2016 los indicadores de deuda financiera neta sobre Ebitda y Ebitda sobre gastos financieros netos prosigan con el proceso de normalización iniciado el 2015, reflejando la real situación financiera de la compañía. Adicionalmente, al cierre de 2015 alcanza una cobertura de servicio de la deuda de 5,73 veces.

Respecto al indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda, este monto exhibió su menor nivel en cinco años, alcanzando 2,09 veces producto del mayor Ebitda en conjunto con la menor deuda financiera neta, la que al cierre de 2015 alcanzó los \$ 15.941 millones, monto inferior en un 23,3% a lo exhibido al cierre del año anterior.

Adicionalmente, la compañía aumentó sus niveles de liquidez a 1,97 veces por causa al aumento en los activos corrientes y menores pasivos corrientes. Este nivel de liquidez se ajusta al objetivo estratégico de la compañía.

INDUSTRIA  
CONSTRUCCIÓN  
E INMOBILIARIA

<sup>6</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes

<sup>7</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales/ Patrimonio total

<sup>8</sup> Cobertura de gastos financieros netos= Ebitda ajustado 12 meses/ (Gastos financieros 12 meses- ingresos financieros 12 meses)

<sup>9</sup> Razón Circulante = activos corrientes/ pasivos corrientes

<sup>10</sup> Razón Ácida = (activos corrientes- existencias) /pasivos corrientes

Ingevec S.A.

**SOLVENCIA DEL EMISOR****Fecha Informe:**  
**Abril.2016**

La clasificación de riesgo de una empresa (solventia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito (probabilidad de default) al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios/adicionales establecido en la metodología general de clasificación de empresas ([www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación del riesgo del negocio: INGEVEC en la industria* y;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la metodología general de clasificación de empresas ([www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)) y detallado en este informe en el apartado *Evaluación del riesgo financiero*.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solventia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solventia, salvo en aquellas compañías cuya liquidez se encuentra ajustada.

Para el caso de INGEVEC, la evaluación del riesgo del negocio, esto es, escalas de operaciones, administración de riesgos, control y complejidad de los proyectos, naturaleza de los contratos y diversificación, indican que la clasificación del negocio de esta compañía podría inclinarse hacia categoría BBB.

Por otro lado, factores adicionales como el riesgo país y riesgo político (influido por la desaceleración económica y los cambios en el marco tributario y financiero), no afectan, por el momento, la clasificación de riesgo de la compañía. Si bien el desempeño macroeconómico está estrechamente correlacionado con los sectores construcción e inmobiliario, en opinión de ICR la compañía ha capitalizado de manera correcta los vaivenes de la economía ya sea mejorando sus planes de contención de costos o aprovechando oportunidades de mercado, como proyectos inmobiliarios en sectores emergentes, ya que, al contar con subsidios estatales, da cuenta de una demanda mínima.

La tendencia estable de la clasificación hace relación con la capacidad de la compañía de reducir sus niveles de endeudamiento y estabilizar sus flujos de Ebitda y la cobertura de obligaciones, incluso en un escenario marcado por un menor crecimiento económico, la incertidumbre derivada de cambios tributarios y mayores restricciones en el sistema financiero. Asimismo, mantiene un importante nivel de Backlog, tanto en el área de ingeniería y construcción (MM\$247.032) como en el área inmobiliaria (UF 1.144.288), lo que entrega una base relevante de actividad para los próximos años. A diciembre de 2015, la compañía contaba con 50 contratos de construcción en ejecución y 44 proyectos inmobiliarios.

No obstante, la economía continúa en una fase de crecimiento inferior a años anteriores, por lo que no se espera un aumento significativo en los ingresos en el área de ingeniería y construcción. Por el lado inmobiliario, el efecto IVA tuvo su mayor incidencia en el último trimestre de 2015, por lo que, para el presente año se espera menor dinamismo en este sector. Además, se mantendrá la incertidumbre asociada al endurecimiento del financiamiento, por ende, existen dificultades para inferir el desempeño operacional en tal escenario.

Considerando lo anterior, y dado que la compañía continúa con una alta exposición a la edificación, a pesar de un mayor esfuerzo de diversificación de sus negocios, ICR considera que no se aprecian elementos que pudiesen derivar en una mejora en la clasificación de riesgo durante el presente año. No obstante, la clasificación podría verse corregida a la baja si la compañía incorporase mayor cantidad de deuda de manera significativa y/o presentase una baja generación de flujos respecto de sus obligaciones.

**INDUSTRIA  
CONSTRUCCIÓN  
E INMOBILIARIA**



Ingevec S.A.

 Fecha Informe:  
Abril.2016

**CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS**
**1. Bonos**

La compañía mantiene deuda vigente a través de la línea de bono N° 751 (serie A), según el siguiente detalle:

Detalle	N° Línea
Inscripción	751
Fecha de inscripción	12 abril 2013
Monto	1.000.000 UF
Plazo de la línea	10 años
Serie de la línea	A

**Tabla 7:** Detalle línea de bonos  
**Fuente:** SVS

Serie	N° línea	Fecha inscripción	Monto inscrito	Tasa emisión (%)	Plazo (años)	Estado	TIR LVA (%)
A	751	19 abril 2013	1.000.000 UF	6,30%	9	Colocada	6,18%

**Tabla 8:** Detalle serie A  
**Fuente:** SVS y LVA Índices

El contrato de emisión exige mantener ciertas restricciones, manteniendo los siguientes *covenants* que se detallan a continuación:

Covenants	Restricción	Dic-2013	Dic-2014	Dic-2015
1.- Patrimonio mínimo <sup>11</sup>	> UF 800.000	1.177.594	989.618	1.041.142
2.- Endeudamiento financiero neto <sup>12</sup>	< 2,00 veces	1,15	0,97	0,66
3.- Endeudamiento financiero neto atribuible a filiales cuyos estados financieros se consolidan con los del emisor y endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios <sup>13</sup>	< 20,00%	12,70%	-7,89%	-39,12%

**Tabla 9:** Covenants Financieros  
**Fuente:** SVS y LVA Índices

**2. Títulos accionarios**

Los títulos accionarios de la compañía, nemotécnico INGEVEC se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago desde el día 22 de marzo de 2012, fecha en la cual se efectuó la colocación de 260 millones de acciones, con un precio de apertura de \$48,1 por papel.

La clasificación de riesgo en Primera Clase Nivel 4 obedece a la presencia bursátil inferior al 25% a diciembre de 2015 y el bajo *floating* de la compañía (14,72%), sumado a su clasificación de solvencia (categoría BBB). Aunque es importante destacar que la acción si tiene market maker.

**INDUSTRIA  
CONSTRUCCIÓN  
E INMOBILIARIA**

<sup>11</sup> Se calcula como el patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora más participaciones no controladoras

<sup>12</sup> Se calcula como la razón entre el endeudamiento financiero neto ("Sumatoria de las cuentas Obligaciones Financieras de los Estados Financieros: "Otros Pasivos Financieros, corrientes" y Otros Pasivos Financieros, no corrientes", incluidos en la nota denominada "Otros Pasivos Financieros". Al resultado anterior, deberá adicionarse todo aval o fianza solidaria que otorgue el Emisor o sus Filiales para caucionar obligaciones de terceros, excluyendo de este cálculo aquellas que sean otorgados para caucionar obligaciones del Emisor, sus Filiales y/o coligadas especificadas en la sección "Otros Compromisos" de la nota de los Estados Financieros denominada "Contingencias, Juicios y Compromisos") y Patrimonio Neto Total (Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora "más" participaciones no controladoras de los Estados Financieros consolidados al Emisor)".

<sup>13</sup> Corresponde al resultado de las obligaciones financieras atribuibles a filiales cuyos estados financieros se consoliden con los del emisor más los saldos vigentes de las obligaciones financieras del emisor, contraídas para el desarrollo de proyectos inmobiliarios.



Ingevec S.A.

**ANEXO**
**Fecha Informe:**  
**Abril.2016**

Situación Financiera Ingevec S.A. (en Miles de Pesos)					
	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Activos Corrientes	37.934.372	57.820.033	69.771.196	48.786.493	49.221.117
Activos No Corrientes	8.691.072	15.745.288	23.461.519	29.637.573	27.863.284
Activos Totales	46.625.444	73.565.321	93.232.715	78.424.066	77.084.401
Efectivo y Equivalentes	3.764.909	3.309.968	8.066.568	9.956.893	11.575.875
Inventarios	15.818.951	25.637.735	27.606.696	13.989.310	11.075.237
Pasivos Corrientes	28.403.892	42.333.074	40.840.871	29.864.743	24.958.366
Pasivos No Corrientes	5.283.496	5.004.564	24.942.645	24.187.890	25.442.522
Pasivos Totales	33.687.388	47.337.638	65.783.516	54.052.633	50.400.888
Deuda Financiera Corriente	14.028.267	19.978.983	13.838.880	6.544.008	2.292.058
Deuda Financiera No Corriente	2.998.581	3.007.336	24.229.581	24.187.890	25.224.589
Deuda Financiera Total	17.026.848	22.986.319	38.068.461	30.731.898	27.516.647
Deuda Financiera Neta	13.226.685	19.676.325	30.001.893	20.775.005	15.940.772
Patrimonio	12.938.056	26.227.683	27.449.199	24.371.433	26.683.513
Ingresos de Explotación	105.621.668	101.129.093	144.750.060	136.665.079	156.037.155
Costos de Explotación	97.191.196	92.589.301	133.956.616	132.929.057	146.487.748
Margen Bruto	8.430.472	8.539.792	10.793.444	3.736.022	9.549.407
Margen Bruto (%)	7,98%	8,44%	7,46%	2,73%	6,12%
Resultado Operacional	3.662.375	2.946.855	5.362.312	-1.755.458	3.092.306
Margen Operacional	3,47%	2,91%	3,70%	-1,28%	1,98%
Ingresos Financieros	86.605	216.788	246.340	269.148	325.696
Gastos Financieros	648.340	472.749	1.216.702	1.543.455	1.728.420
Utilidad del Ejercicio	2.488.633	1.847.533	2.375.881	-2.609.885	3.318.532
Razón Circulante (N° de Veces)	1,34	1,37	1,71	1,63	1,97
Razón Ácida (N° de Veces)	0,78	0,76	1,03	1,17	1,53
Capital de Trabajo	9.530.480	15.486.959	28.930.325	18.921.750	24.262.751
Endeudamiento Corto Plazo (N° de Veces)	2,20	1,61	1,49	1,23	0,94
Endeudamiento Largo Plazo (N° de Veces)	0,41	0,19	0,91	0,99	0,95
Endeudamiento Total (N° de Veces)	2,60	1,80	2,40	2,22	1,89
Leverage Financiero (N° de Veces)	1,32	0,88	1,39	1,26	1,03
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (N° de Veces)	0,84	0,89	0,62	0,55	0,50
Deuda Largo Plazo / Deuda Total (N° de Veces)	0,16	0,11	0,38	0,45	0,50
Ebitda Ajustado	4.016.097	3.410.827	5.226.920	41.986	7.622.968
Margen Ebitda	3,80%	3,37%	3,61%	0,03%	4,89%
Cobertura de Gastos Financieros Netos (N° de Veces)	7,15	13,33	5,39	0,03	5,43
Deuda Financiera CP / Ebitda Ajustado (N° de Veces)	3,49	5,86	2,65	155,86	0,30
Deuda Financiera LP / Ebitda Ajustado (N° de Veces)	0,75	0,88	4,64	576,09	3,31
Deuda Financiera Total / Ebitda Ajustado (N° de Veces)	4,24	6,74	7,28	731,96	3,61
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado (N° de Veces)	3,29	5,77	5,74	494,81	2,09
Rentabilidad Patrimonio	18,42%	9,43%	8,85%	-10,07%	13,00%
Rentabilidad Activos	6,06%	3,07%	2,85%	-3,04%	4,27%
Rentabilidad Ventas	2,36%	1,83%	1,64%	-1,91%	2,13%
Rotación de Inventarios (N° de Veces)	6,70	4,47	5,03	6,39	11,69
Permanencia de Inventarios (Días)	54	81	72	56	31

Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

**INDUSTRIA**  
**CONSTRUCCIÓN**  
**E INMOBILIARIA**