

Reseña Anual de Clasificación (estados financieros diciembre 2016)

Ingevec S.A.

Ratings

Gastón Gajardo
Analista Corporaciones
ggajardo@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia/Bonos	BBB	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas;
Títulos accionarios INGEVEC	Primera Clase Nivel 4	Confirmación	No Aplica		Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos 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 bonos 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.
- 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 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 si bien el negocio inmobiliario ha exhibido un comportamiento positivo, aún no alcanza los volúmenes que permitan contrarrestar los riesgos asociados al segmento construcción en un adecuado balance. No obstante, 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, los principales indicadores financieros de la compañía se encuentran en niveles por el momento “adecuados”, pero que, de continuar en una senda de fortalecimiento, podrían ser inductores de un cambio en la clasificación y/o tendencia asignada, toda vez que alcancen niveles considerados como “superiores”, dentro de la industria en la que participa.

Antecedentes de la Compañía¹

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.

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.

Actividad	Descripción
Ingeniería y Construcción	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.
Inmobiliaria Ingevec	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.

Tabla 1: Áreas de negocios Ingevec

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

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, destacando el proyecto hoteles que compuesto por una cartera de trece proyectos, de los cuales seis se encuentran en fase de construcción

La compañía es controlada por los señores Enrique Besa Jocelyn-Holt, José Antonio Bustamante Bezanilla, Francisco Vial Bezanilla, socios

La Industria²

Sector Ingeniería y Construcción

Este sector incluye aquellas compañías relacionadas con la ingeniería, construcción, renovación y mantención de instalaciones y/o infraestructura en general. Estas compañías podrían estar relacionadas con

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 cuatro ejecutivos de la sociedad.

El directorio de la compañía es presidido por el señor Enrique Besa Jocelyn - Holt, quien, hasta el 5 de diciembre de 2012, se desempeñó como gerente general de la sociedad.

El comité de directores de Ingevec fue elegido en sesión de directorio el 6 de mayo de 2015. Entre sus principales actividades el comité examina los planes de trabajo de la auditoría externa e interna, análisis del balance y los estados financieros de cada trimestre, de manera previa a la aprobación del Directorio.

Accionistas	
Inversiones y Asesorías MARARA Ltda.	19,40%
Inversiones Los Cipreses Ltda	19,40%
Asesorías e inversiones ISASA Ltda.	19,23%
Inversiones Megeve dos Ltda.	9,90%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	9,76%
Asesorías en Inversiones La Aurora Ltda.	3,21%
LarrainVial S.A Corredores de Bolsa	3,18%
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 Ltda.	1,28%

Tabla 2: Estructura de propiedad a marzo de 2017

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

Directorio	
Enrique Besa Jocelyn - Holt	Presidente
Francisco Vial Bezanilla	Director
Jose Antonio Bustamante Bezanilla	Director
Gustavo Alcalde Lemarie	Director
Francisco Courbois Grez	Director
Ricardo Alberto Balocchi Huerta	Director
Juan Antonio Yáñez Cifuentes	Director

Tabla 3: Directorio

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

Comité de Directores	
Gustavo Alcalde Lemarié	Independiente
Francisco Courbois Grez	Director
Juan Antonio Yáñez Cifuentes	Director

Tabla 4: Comité de directores

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

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

Tabla 5: Características sector construcción

(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

Particularmente, las actividades de construcción representan una parte importante de la producción nacional ya que dependen en gran parte del nivel de inversión de los demás sectores productivos. A lo largo del tiempo, la construcción ha representado alrededor del 7% del PIB. El año 2016, se observó un estancamiento en el PIB generado por la construcción, que se vio influenciado principalmente por el menor nivel de inversión en el país.

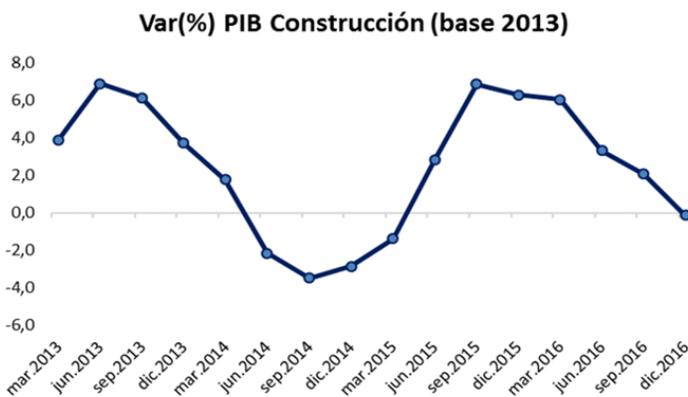


Gráfico 1: Var (%) PIB sector construcción
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

Lo anterior se ratifica con lo mostrado por el IMACON, que durante 2016 revirtió la tendencia mostrada en 2015, cayendo un 4,1%, cifra superior a lo registrado en 2009, post crisis subprime.

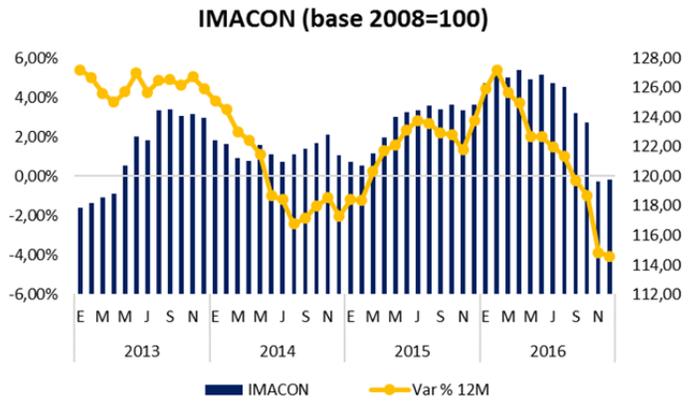


Gráfico 2: IMACON
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

En línea con lo anterior, los permisos de edificación mostraron un deterioro durante el año 2016 totalizando 1.631.154 permisos, cifra inferior en 20% a lo mostrado en el mismo mes del año anterior. De igual forma, el índice de despachos de cemento decayó respecto a lo presentado en 2015 revelando una variación de -8,7% respecto a diciembre del año anterior, dando cuenta de un menor nivel de actividad en el sector.

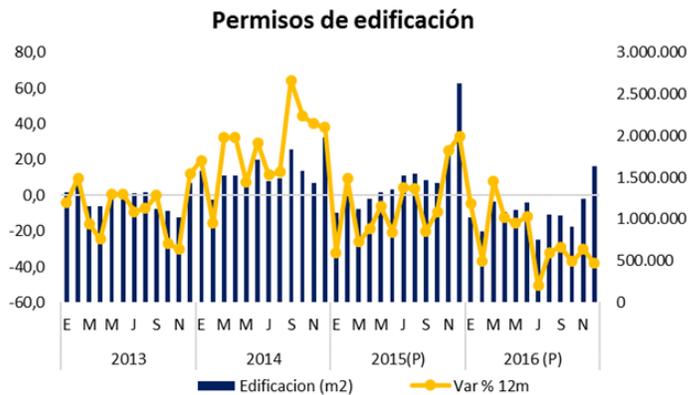


Gráfico 3: Permisos para la edificación
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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 de las empresas constructoras.

En 2016, se ha apreciado una ralentización en el índice de costos de mano de obra, el que llegó a exhibir niveles similares a diciembre de 2015, lo que se contrasta con la tendencia presentada en gran parte de 2014.

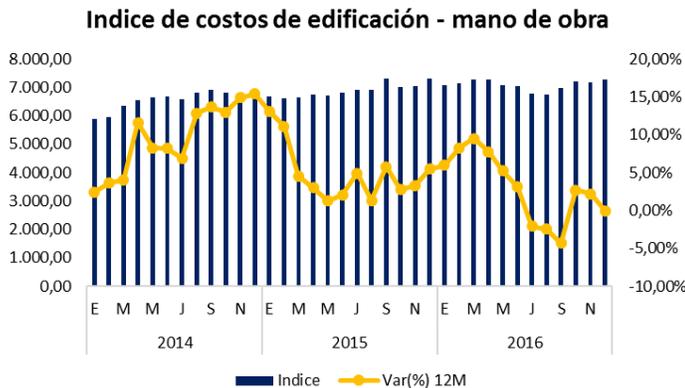


Gráfico 4: Permisos para la edificación
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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

Tabla 5: Características sector inmobiliario
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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 2016 llegó a representar un 23,8% del PIB, a pesar de las mayores restricciones del sistema bancario chileno.



Gráfico 5: Colocaciones de la vivienda
(Fuente: Elaboración propia con información del BCCH)

Asimismo, se observa que las ventas totales del rubro inmobiliario en el gran Santiago disminuyeron respecto del año anterior, producto de la mayor base de comparación dada la anticipación de compras de viviendas en 2015 producto del “efecto IVA”.

Ventas Sector Inmobiliario Gran Santiago (ud) CChC

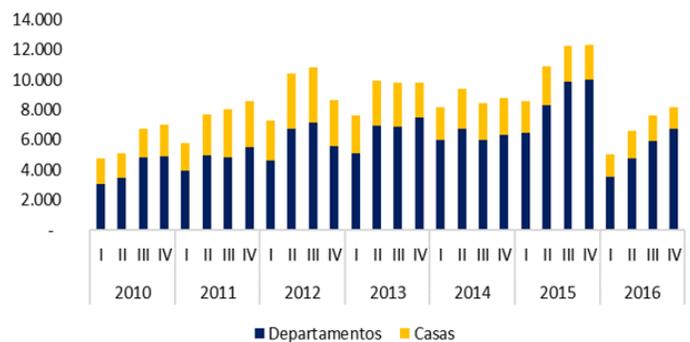


Gráfico 6: Ventas sector inmobiliario Gran Santiago
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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. Durante el primer trimestre de 2016 se aprecia un quiebre tanto en la velocidad de ventas en como en los meses para agotar stock, lo que da cuenta de la sobre-reacción al efecto IVA producida en 2015. No obstante, se observa que, durante el transcurso de 2016, estos indicadores tendieron a converger a su media.

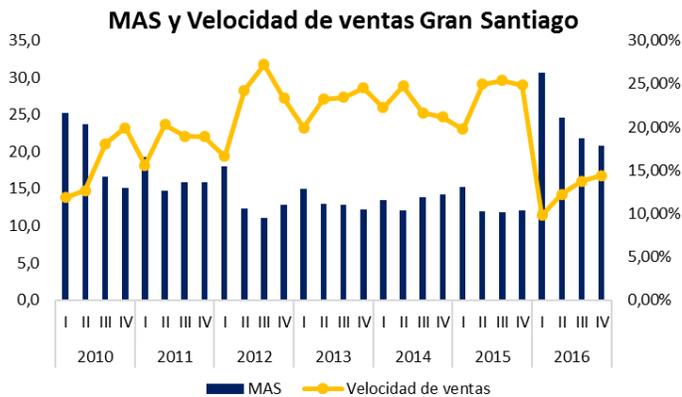


Gráfico 7: MAS y Velocidad de ventas Gran Santiago
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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 relación inversa entre el volumen de ventas de viviendas nuevas y la tasa de crédito hipotecario vigente en el mercado. 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.

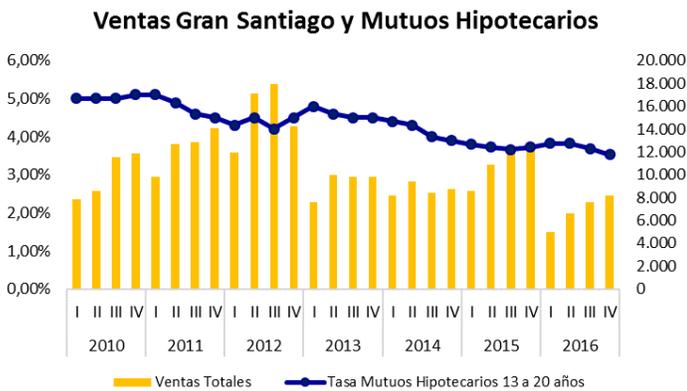


Gráfico 8: Relación ventas Gran Santiago y Mutuos Hipotecarios.
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por INGEVEC. A pesar que muchos de estos riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por INGEVEC
Ciclos económicos	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.
Financiamiento hipotecario del sector privado	Este riesgo se mitiga en parte por relaciones de largo plazo con entidades bancarias, generando un favorable ambiente de negociación y renegociación de créditos, en un mercado que depende altamente del financiamiento de terceros.
Marco Regulatorio	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	Sin mitigador específico.
Disponibilidad de Terrenos	Los negocios del sector 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	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. 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 a 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.
Abastecimiento	
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.

Tabla 6: Principales riesgos del negocio y mitigadores de Ingevec
(Fuente: Elaboración propia con información de Ingevec)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

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. En efecto, al cierre de diciembre de 2016, el 78,3% de las ventas corresponden al área de ingeniería y construcción, mientras que el porcentaje restante correspondía a infraestructura.

De la misma manera, la participación estimada es de 0,14% para el mercado inmobiliario en el Gran Santiago en 2016, lo cual se encuentra por debajo del promedio de los últimos años debido a que parte de los proyectos en la Región Metropolitana tienen previsto el comienzo de su escrituración para el primer semestre de 2017.

Actualmente, posee presencia en el mercado local en once regiones de Chile, aunque concentró el 71,8% de sus ventas en la Región Metropolitana.

Asimismo, los niveles de adjudicación de la compañía, le han permitido mantener un sólido backlog en el área constructora, a pesar del ciclo económico, el cual a diciembre de 2016 alcanzó \$ 246.980 millones, en línea con lo presentado el año anterior.

Por otro lado, según la Cámara Chilena de la Construcción, análisis internos de la compañía y otras fuentes, la participación de mercado de Ingevec en infraestructura alcanzó al 1,82%, mientras que, para la edificación habitacional, la compañía se ubicó en torno a 2,84%.

Por su parte, el área Inmobiliaria exhibe un backlog de promesas proporcionales por escriturar de UF 898.293, nivel que entrega confianza con respecto a la evolución del negocio Inmobiliario. La actual cartera de inversiones alcanza un total de 39 proyectos, los cuales se encuentran tanto en etapa de escrituración, construcción y desarrollo. De esta manera, la compañía cuenta con una importante base de actividad para enfrentar los próximos años.

Por el lado del negocio inmobiliario, según estimaciones de Ingevec, la participación de mercado de la compañía durante 2016 fue de 0,29%, ubicándose sobre el promedio de los últimos cinco años.

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, si bien ha mejorado aún no alcanza suficiente envergadura para mitigar riesgos asociados al área de ingeniería y construcción, puesto que 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 tiene baja participación en otras especialidades, y si bien el negocio inmobiliario 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.

ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS, CONTROL DE PROYECTOS Y NATURALEZA DE LOS CONTRATOS

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.

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.

La sociedad opera bajo contratos de suma alzada, es decir, contratos donde se establece un precio fijo por los servicios prestados, los que, en período de escasez de mano de obra, han provocado sobrecostos en la compañía no traspasables a los mandantes.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

Durante el año 2016, los ingresos totales de Ingevec alcanzaron los \$178.534 millones, equivalente a un alza de 14,4% con respecto a igual periodo del año anterior. Esto se debe a la mayor actividad registrada en el área de Ingeniería y Construcción como consecuencia de mayores contratos ejecutados Adicionalmente, lo anterior fue complementado por un incremento de 20% del área inmobiliaria.

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 nivel de 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.

Ingresos Ordinarios (MM\$)

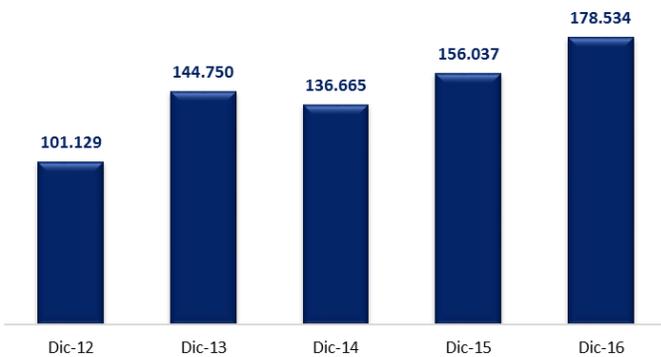


Gráfico 5: Evolución ingresos consolidados y volúmenes de venta.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Del total de ingresos obtenidos durante el 2016, un 93% corresponde a Ingeniería y Construcción, mientras que el porcentaje perteneciente al área inmobiliaria es menor ya que se reconoce por valor patrimonial proporcional. Esta composición se mantiene constante durante los últimos cinco años.

Ingresos por segmento (MM\$)

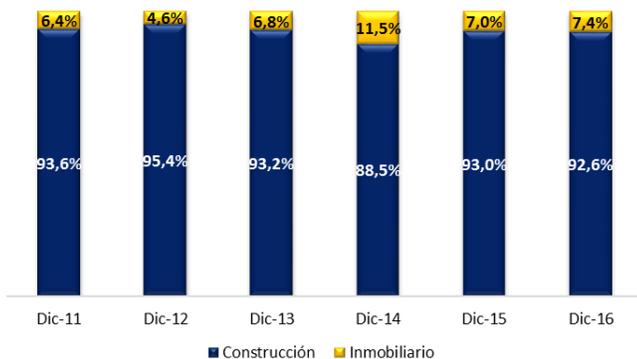


Gráfico 6: Ingresos por área de negocios

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Al cierre del año 2016, el EBITDA ajustado³ de la compañía fue de MM\$7.745, mostrando un importante aumento respecto al año anterior, debido a la normalización de los márgenes en el área de ingeniería

Ebitda ajustado (MM\$)

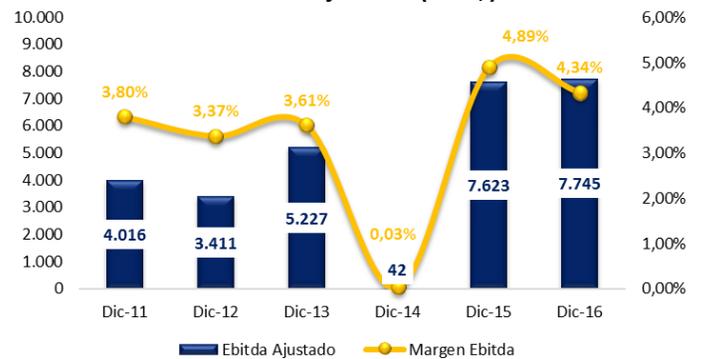


Gráfico 7: Rentabilidad

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de resultados, el área de ingeniería y construcción alcanzó \$ 2.125 millones, traduciéndose en una variación anual de 62,7%, lo que da cuenta de una estabilización de sus resultados. En tanto, el área inmobiliaria alcanzó una utilidad de \$1.444 millones, representando una disminución de 28,2% respecto al año interior, impulsada principalmente por mayores gastos de administración y ventas, que no alcanzaron a ser compensadas por el aumento en los ingresos del área.

Utilidad por segmento (MM\$)



Gráfico 8: Resultados

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

En opinión de ICR, la política de endeudamiento de Ingevec se vio favorecida por el proceso de reestructuración de su línea de bonos, que contemplo un prepago inicial de UF 200.000, en conjunto con dos amortizaciones de UF 190.000 para el año 2022. Lo anterior permitió a la compañía contar con mayor holgura en el corto y mediano plazo, viéndose reflejada en una menor deuda financiera, que a diciembre de 2016 alcanzó \$22.103 millones.

gastos financieros netos de 6,75 veces, mientras que su nivel de endeudamiento alcanzó 1,6 veces, menor a lo presentado al cierre de 2015 (1,89 veces).

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

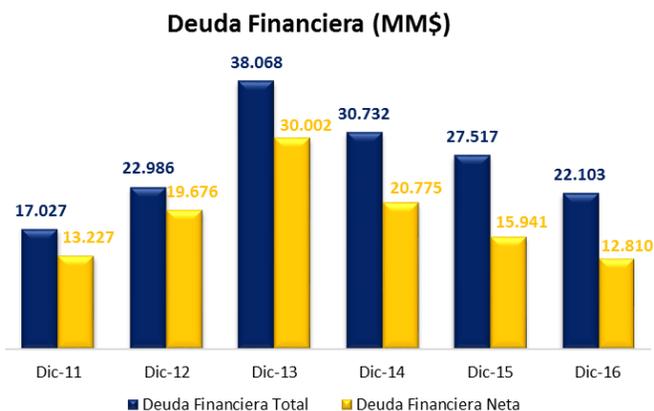


Gráfico 9: Deuda financiera y deuda financiera neta

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Actualmente, la mayor parte de la deuda financiera de Ingevec (\$20.877 millones) corresponde al bono reestructurado. El instrumento comienza a amortizar capital a partir del año 2017, para lo cual la compañía cuenta con buena holgura para cubrir el servicio de la deuda.

Por su parte, la deuda corriente alcanzó los \$2.403 millones y representa el 10,8% de la deuda total.

Cabe destacar que, al cierre de 2016 la compañía normalizó sus márgenes y coberturas, incluso en un escenario económico marcado por la incertidumbre y menor dinamismo, mostrando un nivel de deuda financiera neta sobre EBITDA en torno a 1,6 veces y una cobertura de

Indicador (N° de veces)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Endeudamiento total ⁴	1,80	2,40	2,22	1,89	1,60
Endeudamiento financiero ⁵	0,88	1,39	1,26	1,03	0,77
Cobertura de gastos financieros netos ⁶	13,33	5,39	0,03	5,43	6,75
Deuda financiera neta sobre EBITDA ⁷	5,77	5,74	494,81	2,09	1,65
Razón circulante ⁸	1,37	1,71	1,63	1,97	1,53
Razón ácida ⁹	0,76	1,03	1,17	1,53	1,39

Tabla 8: Principales indicadores utilizados en la clasificación

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

ICR hace hincapié que respecto al sector en que se desempeña la compañía, aún no se disipa la incertidumbre. Por un lado, el sector ingeniería y construcción ha mostrado signos de debilitamiento dado el mayor desempleo y la tendencia a la baja en los permisos de edificación; mientras que en el sector inmobiliario aún persiste la incertidumbre, a pesar de que aún no finaliza el “efecto IVA”.

En opinión de ICR, los principales indicadores financieros de la compañía se encuentran en niveles por el momento “adecuados”, pero que, de continuar en una senda de fortalecimiento, podrían ser inductores de un cambio en la clasificación y/o tendencia asignada, toda vez que alcancen niveles considerados como “superiores”, dentro de la industria en la que participa.

En caso contrario, si la compañía se reenocara hacia un crecimiento agresivo, donde existiera incorporación significativa de deuda que presionara los indicadores, o bien si la generación de flujo se redujera muy por debajo de su promedio histórico, podría producirse una baja en la clasificación o tendencia asignada.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito 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) y detallado en este informe en el apartado Clasificación del riesgo del negocio

2.La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la metodología general de clasificación de empresas (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 solvencia 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 solvencia, salvo en aquellas compañías cuya liquidez se encuentra ajustada.

Para el caso de Ingevec, la evaluación del riesgo del negocio, esto es, experiencia, integración del negocio, fuentes de financiamiento y diversificación, indican que la clasificación del negocio de esta compañía se inclina 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

En el ámbito de evaluación de riesgo financiero, Ingevec ha logrado posicionar su situación financiera en un nivel considerado por ICR como "adecuado", por lo que se mantiene la clasificación de riesgo del negocio en BBB

La tendencia estable de la clasificación indica la expectativa de que el desempeño operacional y financiero de la compañía se mantengan estables, incluso en un escenario marcado por un menor crecimiento económico, incertidumbre derivada de cambios tributarios y mayores restricciones en el sistema financiero.

Instrumentos Clasificados

1. 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 (12,94%), sumado a su clasificación de solvencia (categoría BBB). Aunque es importante destacar que la acción si tiene market maker.

2. Bonos

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

LINEA DE BONO N°571	
Serie de bono	A
Fecha Inscripción	12-abr-2013
Tasa de Emisión	6,3%
Monto Inscrito	UF 1.000.000
Monto Colocado	UF 1.000.000
Deuda Vigente	UF 800.000
Vencimiento	9 años

Tabla 8: Principales indicadores utilizados en la clasificación
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Adicionalmente, esta reestructuración agregó nuevos covenants a los ya establecidos anteriormente, dentro de los cuales destaca que el endeudamiento financiero (sin incorporar la deuda asociada al bono) debe ser menor a 0,5 veces, lo que según ICR le permitirá a la compañía mantener un perfil de endeudamiento conservador, acorde a su plan de inversiones.

COVENANTS		
	Condición	31-12-2016
Patrimonio mínimo exigido a Ingevec S.A.	> 800.000 UF	1.091.186
Patrimonio Mínimo exigido a Inmobiliaria Ingevec S.A	> 800.000 UF	1.201.519
Nivel de endeudamiento financiero (sin incorporar deuda bonos)	< 0,5 veces	0,04
Endeudamiento financiero neto (sin incorporar deuda de bonos)	< 700.000 UF	-306.547
Endeudamiento financiero individual Inmobiliaria Ingevec S.A. menor o igual a UF 200.000 (se incluye dentro de este los avales entregados a otras deudas)	Menor o igual a 200.000 UF	0
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 a 20%	-49,97%

Tabla 8: Principales indicadores utilizados en la clasificación
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Anexo

Situación Financiera Ingevec S.A. (en Miles de Pesos)					
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Activos Corrientes	57.820.033	69.771.196	48.786.493	49.221.117	40.188.432
Activos No Corrientes	15.745.288	23.461.519	29.637.573	27.863.284	34.581.150
Activos Totales	73.565.321	93.232.715	78.424.066	77.084.401	74.769.582
Efectivo y Equivalentes	3.309.968	8.066.568	9.956.893	11.575.875	9.292.706
Activos Financieros Corrientes	26	0	0	0	2
Inventarios	25.637.735	27.606.696	13.989.310	11.075.237	3.634.150
Pasivos Corrientes	42.333.074	40.840.871	29.864.743	24.958.366	26.318.491
Pasivos No Corrientes	5.004.564	24.942.645	24.187.890	25.442.522	19.700.536
Pasivos Totales	47.337.638	65.783.516	54.052.633	50.400.888	46.019.027
Deuda Financiera Corriente	19.978.983	13.838.880	6.544.008	2.292.058	2.402.554
Deuda Financiera No Corriente	3.007.336	24.229.581	24.187.890	25.224.589	19.700.536
Deuda Financiera Total	22.986.319	38.068.461	30.731.898	27.516.647	22.103.090
Deuda Financiera Neta	19.676.325	30.001.893	20.775.005	15.940.772	12.810.382
Patrimonio	26.227.683	27.449.199	24.371.433	26.683.513	28.750.555
Ingresos de Explotación	101.129.093	144.750.060	136.665.079	156.037.155	178.533.818
Costos de Explotación	92.589.301	133.956.616	132.929.057	146.487.748	166.935.663
Margen Bruto	8.539.792	10.793.444	3.736.022	9.549.407	11.598.155
Margen Bruto (%)	8,44%	7,46%	2,73%	6,12%	6,50%
Resultado Operacional	2.946.855	5.362.312	-1.755.458	3.092.306	4.745.459
Margen Operacional	2,91%	3,70%	-1,28%	1,98%	2,66%
Ingresos Financieros	216.788	246.340	269.148	325.696	564.232
Gastos Financieros	472.749	1.216.702	1.543.455	1.728.420	1.711.133
Utilidad del Ejercicio	1.847.533	2.375.881	-2.609.885	3.318.532	3.569.275
Razón Circulante (N° de Veces)	1,37	1,71	1,63	1,97	1,53
Razón Ácida (N° de Veces)	0,76	1,03	1,17	1,53	1,39
Capital de Trabajo	15.486.959	28.930.325	18.921.750	24.262.751	13.869.941
Endeudamiento Corto Plazo (N° de Veces)	1,61	1,49	1,23	0,94	0,92
Endeudamiento Largo Plazo (N° de Veces)	0,19	0,91	0,99	0,95	0,69
Endeudamiento Total	1,80	2,40	2,22	1,89	1,60
Leverage Financiero	0,88	1,39	1,26	1,03	0,77
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (N° de Veces)	0,89	0,62	0,55	0,50	0,57
Deuda Largo Plazo / Deuda Total (N° de Veces)	0,11	0,38	0,45	0,50	0,43
EBITDA Ajustado	3.410.827	5.226.920	41.986	7.622.968	7.745.000
Margen EBITDA (%)	3,37%	3,61%	0,03%	4,89%	4,34%
Cobertura de Gastos Financieros Netos (N° de Veces)	13,33	5,39	0,03	5,43	6,75
Deuda Financiera CP / EBITDA Ajustado (N° de Veces)	5,86	2,65	155,86	0,30	0,31
Deuda Financiera LP / EBITDA Ajustado (N° de Veces)	0,88	4,64	576,09	3,31	2,54
Deuda Financiera Total / EBITDA Ajustado (N° de Veces)	6,74	7,28	731,96	3,61	2,85
Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado (N° de Veces)	5,77	5,74	494,81	2,09	1,65
Rentabilidad Patrimonio (%)	9,43%	8,85%	-10,07%	13,00%	12,88%
Rentabilidad Activos (%)	3,07%	2,85%	-3,04%	4,27%	4,70%
Rentabilidad Ventas (%)	1,83%	1,64%	-1,91%	2,13%	2,00%
Rotación de Inventarios (N° de Veces)	4,47	5,03	6,39	11,69	20,85
Permanencia de Inventarios (Días)	81	72	56	31	17
Capex	992.938	1.495.521	282.129	1.841.307	1.361.269
EBITDA-Capex	2.417.889	3.731.399	-240.143	5.781.661	6.383.731
Deuda Financiera/(EBITDA-Capex)	8,14	8,04	-86,51	2,76	3,10

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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.

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 4

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

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Mar-13	BBB	Estable	Nuevo Instrumento
Abr-13	BBB	Estable	Reseña Anual
Abr-14	BBB	Estable	Reseña Anual
Abr-15	BBB	Estable	Reseña Anual
Abr-16	BBB	Estable	Reseña Anual
Abr-17	BBB	Estable	Reseña Anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS INGEVEC

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Abr-13	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña Anual
Abr-14	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña Anual
Abr-15	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña Anual
Abr-16	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña Anual
Abr-17	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña Anual

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a diciembre 2016, memoria anual 2016, página web INGEVEC); SVS.

² Información contenida en Cámara Chilena de la Construcción (CChC) y Banco Central de Chile

³ Ebitda Ajustado = EBITDA + Gasto financiero en costo de venta

⁴ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁵ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

⁶ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros totales – ingresos financieros).

⁷ Deuda Financiera Neta/EBITDA = (Deuda Financiera Bruta – Efectivo y equivalente) / EBITDA

⁸ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

⁹ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

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.