

Solvencia	Dic. 2016	Mayo 2017
Perspectivas	BBB	BBB
	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes

(Cifras millones de pesos)

	2015	2016	Mar. 2017
Ingresos Ordinarios	156.037	178.534	36.034
Ebitda ⁽¹⁾	4.816	6.316	1.281
Ebitda Ajustado ⁽²⁾	7.861	7.649	2.059
Deuda financiera ⁽³⁾	27.517	22.103	22.272
Margen operacional	2,1%	2,6%	2,5%
Margen Ebitda	3,1%	3,5%	3,6%
Margen Ebitda Ajustado	5,0%	4,3%	5,7%
Endeudamiento total	1,9	1,6	1,5
Endeudamiento financiero	1,0	0,8	0,8
Ebitda / Gastos Financieros	2,8	3,7	3,6
Ebitda Aj./Gastos Financieros Aj. ⁽⁴⁾	3,5	4,5	4,8
Deuda Financiera / Ebitda Aj.	3,5	2,9	2,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	2,0	1,7	1,9
FCNOA* / Deuda Financiera	20%	58%	59%

(1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

(2) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación - costos financieros incluidos en el costo de venta.

(3) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(4) Gastos financieros ajustados = gastos financieros + gastos financieros activados

Perfil de Negocios: Adecuado

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Industria cíclica y competitiva					
Experiencia y capacidad de gestión					
Diversificación geográfica y por grupo socioeconómico					

Posición Financiera: Intermedia

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

Analista: Felipe Pantoja
felipe.pantoja@feller-rate.cl
(562) 2757-0470
Nicolás Martorell
Nicolas.martorell@feller-rate.cl
(562) 2757-0496

Fundamentos

Las clasificaciones asignadas a Ingevec responden a un perfil de negocios "Adecuado" y una posición financiera "Intermedia".

La compañía opera bajo las unidades de negocio Ingeniería y Construcción (I&C) e Inmobiliaria. Su principal actividad es el rubro de la construcción, especialmente en el área de edificación habitacional.

A fines de 2016, los ingresos de Ingevec alcanzaron los \$ 178.534 millones, experimentando un crecimiento anual del 14,4%. Lo anterior, se debe a un relevante incremento en la actividad de I&C, por sobre el dinamismo de la industria, debido a proyectos con un monto promedio mayor que en años anteriores, en conjunto con un alza en el reconocimiento de ingresos del área inmobiliaria, en comparación a 2015.

Sin embargo, el Ebitda Ajustado (incluyendo participación en asociadas y descontando los costos financieros incluidos en el costo de venta) de la compañía exhibió una disminución desde el 5% obtenido en 2015, hasta alcanzar el 4,3%. Esto se debe a una mayor participación de proyectos de I&C, con márgenes menores que el área inmobiliaria, en conjunto con el retraso en la escrituración de algunos proyectos producto del paro municipal, generando una caída en los resultados con empresas relacionadas.

A marzo de 2017, los ingresos alcanzaron los \$ 36.034 millones, registrando una disminución del 18,7% respecto de marzo de 2015 debido al menor reconocimiento de ingresos del segmento I&C y la menor cantidad de proyectos inmobiliarios que consolidan.

No obstante, la mayor escrituración de proyectos inmobiliarios no consolidados y un leve aumento en el margen en I&C se tradujo en un crecimiento en el margen Ebitda Ajustado hasta alcanzar el 5,7%, cifra superior a lo observado desde 2009.

A fines de 2016, tras el prepago parcial del bono que mantiene la entidad, la deuda financiera alcanzó los \$ 22.103 millones registrando una disminución anual del 19,7%. A marzo de 2017, se observa un leve aumento de la deuda financiera hasta los \$ 22.272 millones.

A marzo de 2017, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanzó las 1,9 veces similar a lo registrado en igual periodo de 2016, como consecuencia de la recuperación en la generación del Ebitda Ajustado sumado a la disminución en los niveles de deuda exhibido en los últimos años.

A su vez, debido a las menores presiones financieras tras la reestructuración del bono, la cobertura de gastos financieros ajustados alcanzó las 4,8, superior a lo registrado en los últimos años.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que el fortalecimiento observado en los márgenes operativos, en conjunto con la menor actividad a nivel consolidado del área inmobiliaria (que se traduciría en una menor necesidad de deuda financiera), permita continuar observando indicadores de coberturas en los rangos actuales.

En particular, esperamos que el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se mantenga de forma estructural en torno a las 2 veces.

ESCENARIO DE BAJA: Se considera poco probable en el corto plazo. Sin embargo, las clasificaciones podrían ser revisadas a la baja ante un deterioro de los indicadores financieros o un debilitamiento de los márgenes del área de I&C.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

Factores Clave

- Operación en industria atomizada, altamente competitiva, sensible al ciclo, y con márgenes relativamente estrechos.
- Amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación.
- Baja diversificación de ingresos por segmentos de negocios.
- Área de I&C expuesta a riesgos de sobrecostos y contingencias, dada la modalidad de los contratos.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

Factores Clave

- Flujos provenientes de una amplia cartera de contratos adjudicados.
- Recuperación de los márgenes del sector I&C, se traducen en un mejoramiento en los indicadores financieros.
- Liquidez clasificada como "Satisfactoria".

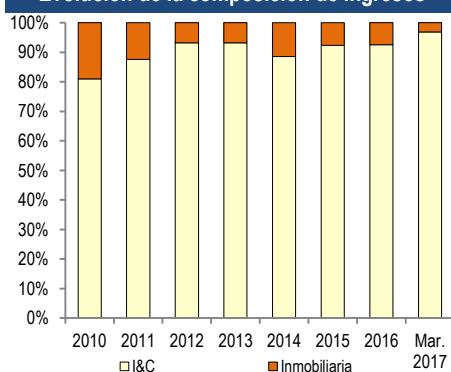
Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS *ADECUADO*

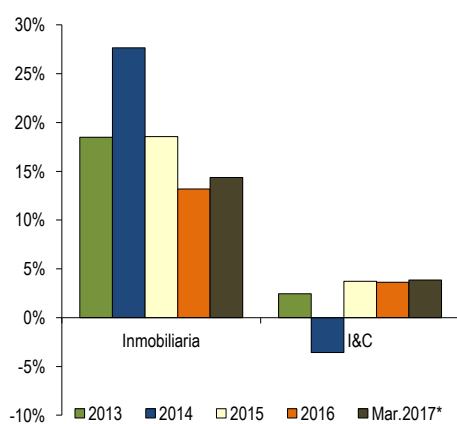
Estructura de propiedad

Ingevec S.A. es controlado por un grupo de empresarios chilenos, – Enrique Besa, José Antonio Bustamante y Francisco Vial– quienes en conjunto poseen el 60,31% de la propiedad, y por los ejecutivos de la compañía que mantienen un 13,79%. El grupo controlador cuenta con un acuerdo de actuación conjunta.

Evolución de la composición de ingresos



Evolución del margen Ebitda Ajustado*



*Ebitda calculado en el Informe entrega de resultados de la compañía.

- Ingevec S.A. opera bajo las unidades de negocio Ingeniería y Construcción (I&C) e Inmobiliario. A lo largo de su historia, ha enfocado su actividad en el rubro de la construcción, mayoritariamente en el área de edificación habitacional, concentrándose en la Región Metropolitana.
- Si bien el área de I&C durante los últimos años ha representado por sobre el 80% de los ingresos consolidados, alcanzando a marzo de 2017 el 96,9%, en términos de generación de Ebitda Ajustado (incluyendo participación en asociadas y descontando los costos financieros incluidos en el costo de venta) el sector inmobiliario cuenta con una mayor participación.

Esto, se debe a los mayores márgenes inherentes del negocio inmobiliario en comparación a I&C, sumado a una relevante cartera de proyectos inmobiliarios con socios, los cuales la entidad no consolida debido a su porcentaje de participación.

Amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación

- La compañía participa en el sector I&C mediante su filial Constructora Ingevec. A su vez, la entidad realiza proyectos como contratista de empresas relacionadas y a través de la participación en consorcios con otras empresas constructoras, como DLP, Cypco, Inarco, Icafal, Claro Vicuña Valenzuela, entre otras, de manera de mitigar los riesgos asociados a contratos de mayor envergadura y permitiendo maximizar sus recursos, manteniendo una cartera más diversificada.
- Tras registrar una fuerte concentración en los ingresos del segmento en edificación, principalmente en proyectos habitacionales, se observa un 2016 y marzo de 2017 con una relativa mayor diversificación en proyectos no habitacionales, 4,4% y 6,6%, respectivamente.

A igual fecha, cerca del 81,9% de los proyectos facturados corresponden a obras realizadas para terceros, lo cual se encuentra acorde con la estrategia de la compañía.

Modalidad de contratos contribuye a menores necesidades de financiamiento, sin embargo, expone a Ingevec a riesgos de sobre costos y contingencias

- Todos los contratos adjudicados por Constructora Ingevec, tanto de mandantes relacionados como de externos, son sobre la base de contratos a precio fijo (suma alzada), lo que implica que Ingevec absorba todos los riesgos asociados a sobre costos y posibles contingencias de los proyectos.

Al respecto, dicho efecto se ve materializado en las pérdidas registradas en 2014, debido a las fuertes presiones de sobre costos que afectaron la industria, producto de absorber el significativo aumento en el precio de la mano de obra en los contratos firmados; sumado a dificultades en la etapa de terminaciones y de recepción de obras; cuestionamiento de los cobros por parte de mandantes; quiebras e incumplimientos de subcontratistas implicaron una extensión en los plazos y otros costos adicionales.

- En contrapartida, esta modalidad de contratos 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, ya que recibe un pago anticipado y luego flujos de pago por parte de los clientes, según el grado de avance y cumplimiento alcanzado por las obras.
- 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.

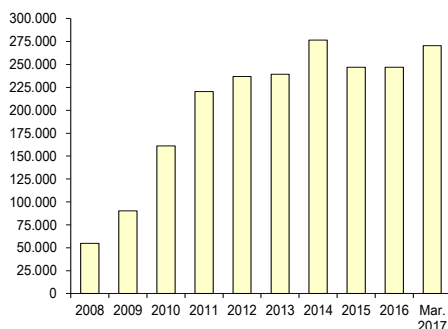
Backlog de I&C sustenta el desarrollo de actividades en el corto a mediano plazo

- Históricamente, la cartera de proyectos de la entidad ha contado con una mayor participación en proyectos de edificación habitacional. No obstante, en los últimos años se ha registrado un cambio en la tendencia, incrementando su diversificación. A marzo de 2017, el *backlog* se concentra un 73,9% en proyectos habitacionales (89,2% en diciembre de 2013).

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Evolución Backlog I&C

En millones de pesos



Diversificación en las ventas del segmento I&C

Zona geográfica

	2013	2014	2015	2016	Mar. 2017
RM	68,4%	68,3%	70,4%	71,8%	74,2%
Otras regiones	31,6%	31,7%	29,6%	25,8%	24,8%

Tipo de construcción

	2013	2014	2015	2016	Mar. 2017
Habitacional	61,1%	70,9%	90,6%	71,0%	71,0%
Infraestructura	38,9%	29,1%	9,4%	29,0%	29,0%

Según la relación con el mandante

	2013	2014	2015	2016	Mar. 2017
Relacionadas	20,1%	28,4%	26,6%	31,6%	18,1%
Terceros	79,9%	71,6%	73,4%	68,4%	81,9%

Segmento Inmobiliario

Distribución por zona geográfica

	2013	2014	2015	2016	Mar. 2017
RM	28,9%	31,3%	29,7%	64,6%	76,7%
Norte	31,1%	33,3%	59,5%	1,7%	21,7%
Centro	8,9%	6,3%	6,2%	33,7%	1,6%
Sur	31,1%	29,2%	4,6%		

Promesas proporcionales por escriturar (Backlog)

	2013	2014	2015	2016	Mar. 2017
M U.F.	1.081	1.047	1.144	898	675
Unidades	538	532	466	297	217
Precio promedio (U.F.)	1.861	1.969	2.454	3.025	3.110

Escrituración proporcional

	2014	2015	2016	Mar. 2016	Mar. 2017
Unidades	603	443	351	97	91
M U.F.	944	775	720	157	317
Precio promedio U.F.	1.566	1.750	2.050	1.620	3.482

Promesas proporcionales

	2014	2015	2016	Mar. 2016	Mar. 2017
Unidades	602	380	184	18	29
M U.F.	998	882	487	60	96
Precio promedio U.F.	1.658	2.320	2.648	3.369	3.304

Lo anterior, se debe en una primera instancia a un incremento en las obras realizadas en el sector público y turismo, posteriormente se encuentra asociado al sector no habitacional y comercial.

- A contar de 2013, Ingevec se planteó aumentar la participación en proyectos con empresas relacionadas con el objetivo de alcanzar un 25% de las ventas del año. 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. En línea con la estrategia definida, a diciembre de 2016, la participación de relacionadas en el backlog del segmento cerca de un 32%.
- En el primer trimestre de 2017, el backlog del sector alcanzó los \$ 270 mil millones, registrando un crecimiento del 9,5% respecto de diciembre de 2016. Esto se debe a una mayor diversificación de contratos en término de segmentos, que compensaron la menor actividad del sector.

Adicionalmente, cabe destacar que actualmente el backlog cuenta con 50 contratos en ejecución, sumado a un monto promedio por obra mayor que en años anteriores. Asimismo, se observa que el 57,2% será ejecutado durante el 2017 con una mayor concentración, en términos de zona geográfica, en la Región Metropolitana (71,6%, del total).

Área inmobiliaria: desempeño en línea con la industria, con relevante participación en proyectos a través de consorcios no consolidados

- 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.
- La compañía participa en el desarrollo inmobiliario habitacional en forma directa mediante las marcas Ingevec (Ex Progesta) e Inicia y 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 contar de 2013, Ingevec ha privilegiado el desarrollo del negocio inmobiliario a través de consorcios. La modalidad de operación a través de consorcios, formados por dos o más compañías, posibilita, en general, desarrollar proyectos de mayor tamaño y complejidad técnica.
- Adicionalmente, este esquema permite compartir el riesgo asociado a cada proyecto, alcanzando una mayor diversificación de cartera y una menor agresividad competitiva. En contrapartida, suelen implicar menores márgenes a la vez que introducen el riesgo operacional asociado a una administración compartida.
- Al respecto, se observa que las promesas proporcionales durante los últimos años si bien han disminuido en término de unidades, los precios promedios han ido al alza, pasando desde U.F. 1658 en 2014 hasta alcanzar en marzo de 2017 los U.F. 3.304.
- Esta misma tendencia se observa en la escrituración proporcional alcanzando a marzo de 2017 un monto por U.F. 317 mil, con un crecimiento del 101,4% respecto a igual periodo de 2016. Esto se debe a que la menor cantidad de unidades escrituradas en 2017 fue compensado por un mayor precio promedio.
- La oferta habitacional de Ingevec está orientada a los segmentos socioeconómicos medios, medios bajos y bajos con valores de venta por vivienda entre U.F. 1.000 y U.F. 3.000. Estos segmentos han presentado una mayor sensibilidad al ciclo económico, debido principalmente a las mayores restricciones en el acceso al financiamiento hipotecario en períodos recesivos de la economía. Adicionalmente, la entidad se adjudica constantemente subsidios para la construcción de viviendas sociales, para mitigar los riesgos de la industria.
- El área inmobiliaria de Ingevec posee una variada cartera de proyectos en venta y/o construcción, equivalente a saldos por escriturar (proporcionales a su participación) por U.F. 675 mil, a marzo de 2017. Dicha cartera presenta una buena diversificación geográfica, concentrando el 76,7% de los proyectos en la Región Metropolitana.

Solvencia
Perspectivas

BBB
Estables

Entrada en el negocio hotelero genera una mayor diversificación de ingresos, no obstante, se incorporan riesgos distintos a los de su Core Business

- A contar de 2010, la compañía a través de Inversiones y Rentas Ingevec SpA, realiza proyectos comerciales de oficinas y, posteriormente, hoteles diversificando su cartera de proyectos. En 2016 se materializó la separación de esta área del segmento inmobiliario que mantiene Ingevec.
- En 2014, mediante un pacto entre los accionistas de la compañía, se decidió por medio de Rentas Ingevec iniciar el primer proyectos de hoteles, que contemplaba tanto la construcción como la gestión de 9 hoteles desde el centro hacia el norte del país y 4 en Perú. Al respecto, Ingevec con los otros inversionistas del proyecto hotelero mantienen un pacto de control conjunto.
- La inversión total del proyecto se estima en US\$ 180 millones los cuales serán financiados mediante un mix de capital y deuda. Al respecto, si bien actualmente Ingevec mantiene el 40% de la propiedad controladora de los proyectos hoteleros, este porcentaje en los próximos periodos irá disminuyendo hasta cerca del 30%, debido a mayores aportes por parte de los otros inversionistas asociados al plan de inversiones actual.
- Adicionalmente, la entidad mantiene una alianza con gestor hotelero Accor de la marca internacional Ibis para la operación de éstos hoteles. Al respecto, el gestor cuenta con marcas de alto reconociendo como Ibis e Ibis Budget, las cuales se utilizarán en el proyecto hotelero.
- Actualmente, se encuentran tres hoteles en etapa de construcción, los cuales comenzaran su operación durante el segundo semestre de 2017. Adicionalmente, la entidad se encuentra desarrollando otros 5 proyectos.
- Feller Rate considera favorable la diversificación de negocios de la compañía al incorporar el negocio hotelero enfocado, principalmente, al viajero de negocios. No obstante, estos pertenecen a una industria altamente atomizada, competitiva y sensible al ciclo económico, por lo cual se debe ir observando las tasas de ocupación de los respectivos hoteles y su adecuación al mercado actual.

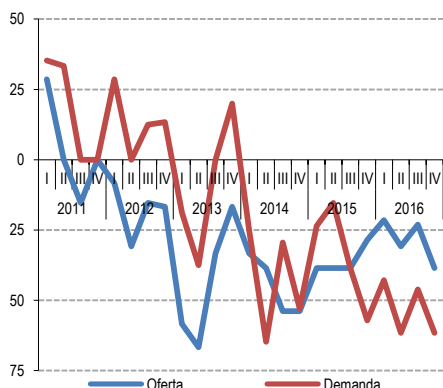
Participación en una industria cíclica, atomizada y competitiva

- La industria de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria tiene una correlación positiva con las condiciones macroeconómicas del país. Contracciones 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 afecta particularmente al sector inmobiliario, en la medida que sus operaciones evidencian una mayor sensibilidad y disponen de estructuras de financiamiento de menores plazos.
- La industria de I&C 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.
- El sector inmobiliario, en tanto, presenta una alta sensibilidad al ciclo económico, con una demanda fuertemente influida por el costo y el acceso a financiamiento, la tasa de desempleo, la inflación y las expectativas económicas. Los oferentes, por su parte, son sensibles al costo y al acceso a financiamiento, y a la variabilidad de precios de la mano de obra e insumos.
- El largo ciclo productivo genera un desfase relevante entre las decisiones de inversión y la materialización de la compra, lo que genera frecuentes desbalances entre oferta y demanda real. El desarrollo de proyectos inmobiliarios requiere de fuertes necesidades de recursos para el financiamiento de compras de terrenos y de capital de trabajo para la construcción.
- Normalmente, el financiamiento de la construcción se realiza a través de líneas de créditos de construcción, cuya amortización está ligada a la venta de las unidades inmobiliarias. Por tanto,

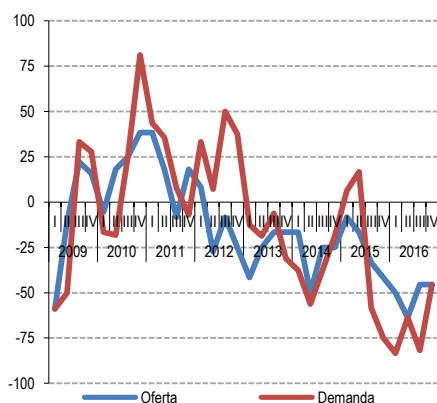
Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Condiciones en la demanda de créditos en el sector construcción se mantienen restrictivas

Sector Construcción



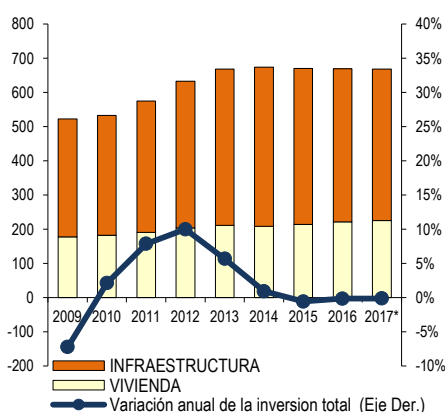
Sector Inmobiliario



Fuente: Banco Central de Chile; encuesta de créditos bancarios.
*Cifras en porcentaje.

Evolución de la Inversión en Construcción

Cifras en millones de U.F.



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

situaciones de sobre oferta y ralentización de las ventas repercuten directamente sobre la velocidad de pago de las líneas de crédito a la construcción e incrementan su costo financiero afectando negativamente la flexibilidad financiera de las empresas.

- En la medida que no existan deudas estructurales cuya capacidad de pago no esté sustentada por los excedentes generados (utilidades) por los proyectos inmobiliarios, la presión sobre la flexibilidad financiera generada por una caída en el ritmo de actividad será considerablemente menor.

I&C: Se proyecta que los niveles de actividad para 2017 en el sector construcción continuarían debilitados similar a los años anteriores

- El alza observada en los costos de mano de obra, a contar de mediados de 2011 y hasta principios de 2013, estuvo complementada con una baja disponibilidad de mano de obra calificada, por lo que además del efecto directo sobre los costos, incidió, también, en una disminución en la productividad laboral, derivando frecuentemente en plazos de ejecución de los proyectos ostensiblemente mayores a los estimados. Ambos factores afectaron fuertemente las rentabilidades de las compañías partícipes en la industria de ingeniería y construcción (I&C).

A contar del último trimestre de 2013, se observa una constante disminución en la tasa de crecimiento del índice de costos de edificación (promedio 12 meses) evidenciando una mayor disponibilidad de mano de obra calificada y una caída en la tasa de incremento de los sueldos y salarios. Adicionalmente, algunos de los contratos de construcción incorporan el efecto del importante aumento en los costos de edificación, revelándose en márgenes acordes a la industria.

- A contar desde 2013, se ha observado una constante desaceleración en la inversión en la construcción respecto a lo registrado en años anteriores. Así, la Cámara Chilena de Construcción (CChC) estimó que la inversión en 2016 disminuyó un 0,2% anual, caída menor a la observada en 2015 (0,6%).

- En términos de inversiones para el segmento de infraestructura en 2016 se observó una caída del 1,8%, debido a una menor inversión pública en conjunto con el actual escenario económico del país.

Lo anterior, se ve compensado en parte por el crecimiento en la inversión en viviendas (3,4%). Esto, se debe a una mayor inversión pública sumada a la construcción de los proyectos privados inmobiliarios asociados al aumento de promesas en 2015 producto del fuerte dinamismo evidenciado en el sector.

- Asimismo, para 2017 se proyecta para I&C una inversión sin un mayor crecimiento debido a factores como el menor gasto público en el sector de viviendas, una caída en la cantidad de inicio de proyectos inmobiliarios, entre otros factores.

Caída en los niveles de promesas debido al fuerte dinamismo en 2015 explicado por efecto IVA.

- En 2015, las ventas inmobiliarias del Gran Santiago registraron un fuerte impulso, según cifras informadas por la CChC se vendieron 43.994 viviendas, exhibiendo un incremento anual del 26,8%. Asimismo, se observó un fuerte incremento en los niveles de promesas, de los cuales cerca del 23% se encuentra asociado a promesas de proyectos en blanco.

Lo anterior, obedece al adelantamiento en la decisión de compra de viviendas ante la entrada en vigencia de la reforma. Al respecto, cabe señalar que ésta disminuye de forma gradual el tope máximo del crédito especial de IVA para empresas constructoras -que contempla un crédito igual al 65% del IVA débito fiscal- desde un costo de construcción máximo de U.F. 4.500 hasta alcanzar en 2017 un nuevo límite en las U.F. 2.000.

- Durante 2016, en el Gran Santiago se registraron 27.415 ventas de viviendas, exhibiendo una caída anual del 37,7%. Esto, debido al adelantamiento mencionado anteriormente, que generó una menor demanda esperada, sumado al menor dinamismo económico y a las condiciones más restrictivas en el acceso a financiamiento para la vivienda.

- Esto último, se encuentra asociado al cambio normativo realizado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) respecto al nivel de provisiones para los créditos

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

hipotecarios, que entró en vigencia en 2016, el cual establece un método estándar para la determinación de provisiones mínimas en las colocaciones de créditos hipotecarios, entre otros factores. Por lo cual, el financiamiento hipotecario pasa desde niveles en torno al 90% hacia el 80%, lo cual genera un mayor monto necesario para el pie de la vivienda.

Lo anterior, tiene una mayor repercusión sobre los segmentos socioeconómicos medios y medios-bajos, con foco en viviendas entre, aproximadamente, las U.F. 2.000 y U.F.4.000. Para el tramo inferior a éste se apunta a viviendas sociales y en tramos superiores hacia niveles socioeconómicos más altos, que tradicionalmente cuenta con una mayor capacidad de ahorro, y que por lo tanto esta restricción no debiera ser efectiva.

- Al respecto, se observa que tanto para las promesas actuales como en el caso de las nuevas las mayores restricciones de acceso al financiamiento, podrían gatillar en un debilitamiento en su escrituración. Lo anterior, se traduciría en un mayor nivel de desistimientos, generando un aumento en el stock de viviendas terminadas.
- Asimismo, debido a las actuales condiciones del sector, con un incremento en la oferta de viviendas y la menor comercialización durante 2016, se registró un aumento relevante en los meses para agotar stock, pasando desde un promedio en 2015 de 12,8 meses hasta los 24,5 meses.
- Por otro lado, la inversión en el sector inmobiliario se encuentra gran parte en la etapa de construcción y escrituración, por lo cual se espera observar en los próximos periodos un mayor inicio de proyectos, dependiendo del comportamiento de la demanda. Al respecto, durante el segundo semestre de 2017 la entrega de oferta de viviendas, según cifras informadas por Adimark, exhibiría un relevante aumento, principalmente en el segmento de departamentos.
- Adicionalmente, se debe considerar que durante el primer trimestre de 2017 las escrituraciones estarán impulsadas, en parte, por la extensión del plazo para la venta de viviendas cuyo permiso de edificación sea anterior al 1 de enero de 2016 y terminen su construcción antes del 1 de abril de 2017 (ingreso de solicitud de recepción definitiva de la obra), plazo extendido debido al paro en el sector público en noviembre de 2016. Sin embargo, según cifras publicadas por Adimark, Feller Rate estima que el nivel de stock de inmuebles disponibles para la entrega antes de dicho plazo será acotado.
- Por lo tanto, ante un escenario económico con un bajo dinamismo esperado, afectando los niveles de desempleo, en conjunto con los efectos ya citados se podría seguir observando, en el caso de las promesas nuevas una caída en el ritmo de creación de éstas incrementando los niveles de inventarios.
- Al mismo tiempo, por el lado de las promesas ya realizadas se podría experimentar un aumento en la tasa de desistimiento, lo cual dependerá de que tan conservadoras fueran las políticas de ventas implementadas por las inmobiliarias. Lo anterior, generaría un escenario en el cual la escrituración esperada para 2017 disminuiría de forma importante.

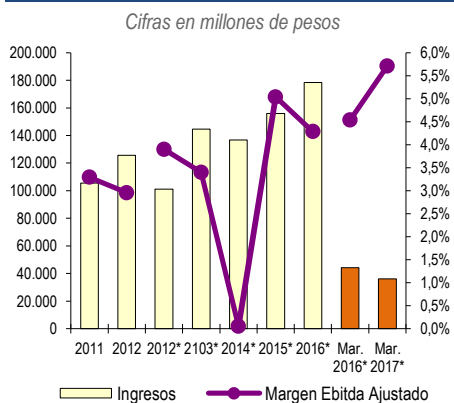
Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA *INTERMEDIA*

Resultados y márgenes:

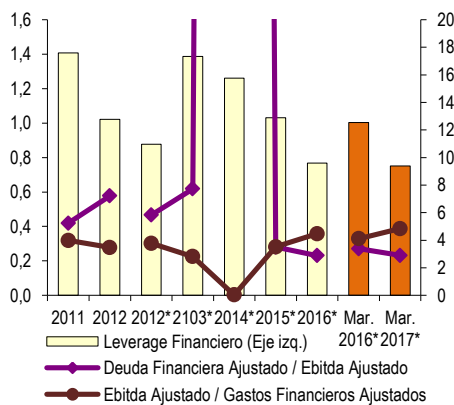
Ingresos históricos a diciembre de 2016 en el segmento de I&C, con márgenes recuperados tras presiones en años anteriores

Ingresos y márgenes consolidados



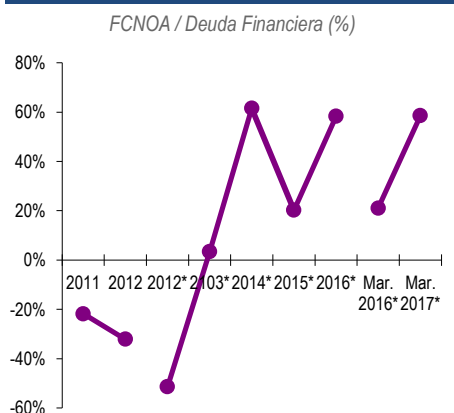
(*)Cifras en IFRS, en base a Estados Financieros Consolidados establecidos de acuerdo a la NIIF 11 (Acuerdos Conjuntos).

Índices de endeudamiento



(*)Cifras en IFRS, en base a Estados Financieros Consolidados establecidos de acuerdo a la NIIF 11 (Acuerdos Conjuntos).

Indicador de cobertura



- La rentabilidad de la operación de la compañía se encuentra altamente relacionada con los volúmenes de operación que obtenga, a su nivel de participación y márgenes obtenidos tanto en nuevas obras adjudicadas como en proyectos propios.
- Ingevec en el área de I&C utiliza una política de reconocimiento de ingresos de acuerdo al grado de avance de las obras, mientras que en el área inmobiliaria, los ingresos se reconocen cuando se realiza la escrituración de las viviendas. Lo anterior incide en que atrasos en la ejecución de las obras o, en menor medida, en la escrituración de las viviendas, introduzcan un elemento de volatilidad en los resultados entre un periodo y otro, de naturaleza contable.
- Los ingresos de la compañía se encuentran concentrados en el segmento I&C, tras la decisión de la entidad de desarrollar los proyectos inmobiliarios mayoritariamente mediante consorcios los cuales no consolidan.

A fines de 2016, los ingresos de Ingevec alcanzaron los \$ 178.534 millones, experimentando un crecimiento anual del 14,4%. Lo anterior, se debe a un relevante incremento en la actividad de I&C, por sobre el dinamismo de la industria, debido a proyectos con un monto promedio mayor que en años anteriores, en conjunto con un alza en el reconocimiento de ingresos del área inmobiliaria en comparación a 2015.

- Sin embargo, Ebitda Ajustado (incluyendo participación en asociadas y descontando los costos financieros incluidos en el costo de venta) de la compañía exhibió una disminución desde el 5% obtenido en 2015 hasta alcanzar el 4,3%. Esto se debe a una mayor participación de proyectos de I&C, con márgenes menores que el área inmobiliaria, en conjunto con el retraso en la escrituración de algunos proyectos producto del paro municipal, generando una caída en los resultados con empresas relacionadas.
- A marzo de 2017, los ingresos alcanzaron los \$ 36.034 millones, registrando una disminución del 18,7% respecto de marzo de 2015 debido al menor reconocimiento de ingresos del segmento I&C y la menor cantidad de proyectos inmobiliarios que consolidan.

No obstante, la mayor escrituración de proyectos inmobiliarios no consolidados y un leve aumento en el margen en I&C se tradujo en un crecimiento en el margen Ebitda Ajustado hasta alcanzar el 5,7%, cifra superior a lo observado desde 2009.

Estructura de capital y coberturas:

Fortalecimiento en los indicadores financieros debido a una mayor generación de Ebitda en conjunto con menores niveles de deuda financiera

- En línea con su principal giro de negocio, Ingevec se caracterizó históricamente por mantener moderados niveles de endeudamiento.
- Con su principal actividad dedicada al desarrollo de obras financiadas de forma importante mediante anticipos y con pagos según grado de avance, sus necesidades de financiamiento han estado focalizadas al negocio inmobiliario, correspondiendo, principalmente, a líneas bancarias de corto plazo para el financiamiento de la construcción de proyectos inmobiliarios.
- Sin embargo, el plan de crecimiento realizado por la entidad incorporó una estrategia de financiamiento mediante un mix que consideró de aportes de capital por \$12.200 millones en 2012, y la emisión deuda que implicó un incremento en el nivel de endeudamiento de la compañía. Así, durante abril de 2013, Ingevec realizó una colocación privada de un bono por U.F. 1 millón.
- Posteriormente en 2016, se realizó un prepago del bono por cerca del 20% del total en conjunto con la reestructuración de los vencimientos del saldo restante del bono hasta el 2022, permitiendo a la compañía una mayor holgura en términos de amortización para los próximos periodos.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes a marzo de 2017 por \$ 7.835 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acorde al calendario de vencimientos.
- Inversiones y requerimientos de capital de trabajo según el plan de crecimiento.
- Dividendos según política de reparto.

- Cabe señalar que, con el fin de evitar la subordinación estructural de los instrumentos, inherente a la relación de pago de los préstamos financieros otorgados por los bancos para los proyectos inmobiliarios, se establecieron una serie de resguardos en el contrato de emisión.

Entre los principales covenants: se limitó hasta un 20% la deuda financiera neta de filiales y de carácter general destinada al financiamiento de proyectos inmobiliarios, con respecto a la deuda financiera neta total de la compañía; en conjunto con la constitución de una Cuenta de Reserva en la cual se mantendrá antes de 6 meses el monto de la próxima amortización. Adicionalmente, en la reestructuración reciente se agregó mantener un endeudamiento individual menor o igual a U.F. 200.000. Actualmente la entidad cumple con holgura todos los covenants.

- A fines de 2016, tras el prepago de parte del bono que mantiene la entidad, la deuda financiera alcanzó los \$ 22.103 millones registrando una disminución anual del 19,7%. A marzo de 2017, se observa un leve aumento de la deuda financiera hasta los \$ 22.272 millones.
- La estructura de pasivos de la compañía contempla un stock de deuda financiera estructurada en un 65,4% en el largo plazo, la que corresponde mayoritariamente al bono emitido y en menor medida a deuda bancaria.
- A marzo de 2017, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanzó las 1,9 veces similar a lo registrado en igual periodo de 2016, como consecuencia de la recuperación en la generación del Ebitda Ajustado sumado a la disminución en los niveles de deuda exhibido en los últimos años.

A su vez, debido a las menores presiones financieras tras la reestructuración del bono, la cobertura de gastos financieros ajustados alcanzo las 4,8, superior a lo registrado en los últimos años.

- Feller Rate espera que el fortalecimiento observado en los márgenes operativos en conjunto con la menor actividad a nivel consolidado del área inmobiliaria, que se traduciría en una menor necesidad de deuda financiera, permita continuar observando indicadores de coberturas en los rangos actuales. En particular, esperamos que el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se mantenga de forma estructural en torno a las 2 veces.

Mantención de su política de dividendos y bajas necesidades de inversión en activos fijos

- 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.
- 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.

Liquidez: Satisfactoria

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Satisfactoria". Esto considera, a marzo de 2017, un nivel de caja de \$ 7.835 millones, de los cuales UF 30.000 corresponden a la cuenta de reserva. A su vez, la generación de flujos de caja netos ajustados (FCNOA) anualizado alcanzó los \$ 13.043 millones.

A igual fecha, los vencimientos del corto plazo alcanzan a \$ 2.895 millones. De éstos, \$ 2.414 millones corresponde a amortizaciones del bono y \$ 416 millones a deuda financiera que asociada mayoritariamente a capital de trabajo del área de I&C.

- Cabe señalar que en los últimos años se observó un flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) positivo en contraste con los flujos deficitarios registrados entre 2012, permitiéndole mantener una cobertura por sobre el 20% (FCNOA/ Deuda financiera), lo cual ha favorecido su posición de liquidez.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Clasificación de títulos accionarios: Primera Clase Nivel 4

- La clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 4" refleja la combinación entre la posición de solvencia de la compañía y factores como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de información del emisor.
- La empresa es controlada por un grupo de empresarios chilenos, sus fundadores - Enrique Besa, José Antonio Bustamante y Francisco Vial - quiénes en conjunto poseen el 60,31% de la propiedad, a través de tres sociedades, y a ejecutivos de la compañía que mantienen un 13,79%, por medio de cinco sociedades.
- Esta estructura de propiedad deriva en un relativamente bajo *free float*, con indicadores de presencia de 10% y una rotación de 5,65%, a marzo de 2017, factores que, en conjunto, determinan una baja liquidez de mercado.
- El Directorio de la compañía está conformado por siete miembros, uno de ellos en calidad de independiente y cuenta con un Comité de Directores, conforme al artículo 50 bis de la Ley N°18.046 y la circular N°1.526 de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Respecto de la disponibilidad de información, la compañía posee un área formal de relación con los inversionistas, y publica en su página Web información para sus accionistas tales como memoria anual, estados financieros trimestrales y la última acta de accionistas.

Solvencia	Marzo 2013	31 Mayo 2013	30 Mayo 2014	29 Mayo 2015	31 Mayo 2016	2 Sep. 2016	31 Mayo 2017
Perspectivas	Estables	Estables	Negativas	Estables	Estables	Estables	Estables
Líneas bonos N° 751	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB	BBB
Acciones	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase	Primera Clase
	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4	Nivel 4

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2010	2011	2012	2012 ⁽¹⁾	2013 ⁽¹⁾	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽¹⁾	2016 ⁽¹⁾	Marzo 2016	Marzo 2017
Ingresos Ordinarios	64.437	105.622	125.596	101.129	144.750	136.665	156.037	178.534	44.322	36.034
Ebitda ⁽²⁾	2.884	3.461	2.276	3.340	5.635	-1.198	4.816	6.316	1.813	1.281
Ebitda Ajustado ⁽³⁾	2.823	3.479	3.713	3.943	4.924	69	7.861	7.649	2.012	2.059
Resultado Operacional	2.553	3.108	1.832	2.911	5.174	-1.728	3.330	4.648	1.501	917
Ingresos Financieros		87	221	217	246	269	326	564	94	56
Gastos Financieros	-539	-648	-495	-473	-1.217	-1.543	-1.728	-1.711	-378	-258
Gastos Financieros Ajustados ⁽⁴⁾	-925	-873	-1.067	-1.045	-1.746	-1.970	-2.228	-1.711	-378	-258
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	2.523	2.489	1.848	1.848	2.376	-2.610	3.319	3.569	1.057	1.192
Flujo Caja Neto de la Operación	6.883	-3.977	-8.622	-11.812	1.237	18.925	5.572	12.912	368	499
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) ⁽⁵⁾	6.883	-3.977	-8.622	-11.827	1.308	18.925	5.572	12.912	368	499
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁶⁾	6.883	-3.977	-8.670	-11.858	-259	17.650	3.844	11.205	-11	281
Inversiones en Activos fijos Netas	-481	-755	-993	-993	-1.588	-453	-1.481	-1.436	-251	-387
Inversiones en Acciones	-625	-3.021	-3.062	-3.342	-6.724	-1.706	727	-848	-92	-978
Flujo de Caja Libre Operacional	5.777	-7.752	-12.725	-16.193	-8.571	15.491	3.090	8.921	-353	-1.084
Dividendos pagados	-917	-1.318	-1.244	-1.189	-799	-979		-1.327	-105	
Flujo de Caja Disponible	4.860	-9.070	-13.969	-17.381	-9.369	14.512	3.090	7.593	-458	-1.084
Movimiento en Empresas Relacionadas				566	-3.406	-4.995	-2.981	-4.703	-713	1
Otros movimientos de inversiones	-2.617	2.850	-2.670	822	-73	1.557	3.615	2.533	432	
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	2.243	-6.219	-16.639	-15.993	-12.847	11.074	3.724	5.423	-739	-1.083
Variación de capital patrimonial			12.222	12.506	22.408					
Variación de deudas financieras	-3.091	8.833	6.062	3.396	-5.612	-7.205	-2.165	-8.124	378	-127
Otros movimientos de financiamiento		681	-1.983	-216	-58					
Financiamiento con EERR	752				866	-1.978	59	418	496	-248
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-96	3.295	-338	-307	4.757	1.890	1.619	-2.283	134	-1.457
Caja Inicial	566	470	3.765	3.617	3.310	8.067	9.957	11.576	11.576	9.293
Caja Final	470	3.765	3.427	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	11.710	7.835
Caja y equivalentes	470	3.765	3.427	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	11.710	7.823
Cuentas por Cobrar Clientes	9.809	14.705	32.310	24.683	27.501	18.475	18.358	18.065	21.637	18.179
Inventario	13.183	15.819	26.681	25.638	27.607	13.989	11.075	3.634	8.071	3.216
Deuda Financiera	8.194	18.213	26.817	22.986	38.068	30.732	27.517	22.103	27.514	22.272
Activos clasificados para la venta	387	439	501	501	26	505	2.418	619	2.431	624
Activos Totales	35.518	45.840	80.240	73.565	93.162	78.424	77.084	74.770	79.533	74.528
Pasivos Totales	21.428	32.902	54.012	47.338	65.713	54.053	50.401	46.019	52.110	44.903
Patrimonio + Interés Minoritario	14.090	12.938	26.228	26.228	27.449	24.371	26.684	28.751	27.423	29.625

(1) Cifras bajo IFRS, en base a Estados Financieros Consolidados establecidos de acuerdo a la NIIF 11 (Acuerdos Conjuntos).

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación- costos financieros incluidos en el costo de venta (desde 2012).

(4) Gastos financieros ajustados = gastos financieros + gastos financieros activados (desde 2010).

(5) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(6) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

Principales Indicadores Financieros

	2010	2011	2012	2012 ⁽¹⁾	2013 ⁽¹⁾	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽¹⁾	2016 ⁽¹⁾	Marzo 2016	Marzo 2017
Margen Bruto	10,4%	8,0%	6,5%	8,4%	7,5%	2,7%	6,1%	6,5%	7,0%	7,3%
Margen Operacional (%)	4,0%	2,9%	1,5%	2,9%	3,6%	-1,3%	2,1%	2,6%	3,4%	2,5%
Margen Ebitda ⁽²⁾ (%)	4,5%	3,3%	1,8%	3,3%	3,9%	-0,9%	3,1%	3,5%	4,1%	3,6%
Margen Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (%)	4,4%	3,3%	3,0%	3,9%	3,4%	0,1%	5,0%	4,3%	4,5%	5,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	17,9%	19,2%	7,0%	7,0%	8,7%	-10,7%	12,4%	12,4%	12,4%	12,5%
Costo/Ventas	89,6%	92,0%	93,5%	91,6%	92,5%	97,3%	93,9%	93,5%	93,0%	92,7%
Gav/Ventas	6,4%	5,0%	5,0%	5,6%	3,9%	4,0%	4,0%	3,9%	3,6%	4,7%
Días de Cobro	46,1	42,1	77,8	73,8	57,5	40,9	35,6	30,6	40,0	32,3
Días de Pago	40,2	26,1	43,6	43,7	43,5	32,3	27,7	29,5	28,7	30,0
Días de Inventario	82,2	58,6	81,8	99,7	74,2	37,9	27,2	7,8	19,0	7,3
Endeudamiento total	1,5	2,5	2,1	1,8	2,4	2,2	1,9	1,6	1,9	1,5
Endeudamiento financiero	0,6	1,4	1,0	0,9	1,4	1,3	1,0	0,8	1,0	0,8
Endeudamiento Financiero Neto	0,5	1,1	0,9	0,8	1,1	0,9	0,6	0,4	0,6	0,5
Deuda Financiera / Ebitda ⁽²⁾ (vc)	2,8	5,3	11,8	6,9	6,8	-25,6	5,7	3,5	4,8	3,9
Deuda Financiera / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc)	2,9	5,2	7,2	5,8	7,7	445,7	3,5	2,9	3,4	2,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽²⁾ (vc)	2,7	4,2	10,3	5,9	5,3	-17,3	3,3	2,0	2,8	2,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc)	2,7	4,2	6,3	5,0	6,1	301,3	2,0	1,7	1,9	1,9
Ebitda ⁽²⁾ / Gastos Financieros(vc)	5,3	5,3	4,6	7,1	4,6	-0,8	2,8	3,7	3,4	3,6
Ebitda Ajustado ⁽³⁾ / Gastos Financieros Ajustados ⁽⁴⁾ (vc)	3,1	4,0	3,5	3,8	2,8	0,0	3,5	4,5	4,1	4,8
FCNOA ⁽⁵⁾ / Deuda Financiera (%)	84,0%	-21,8%	-32,1%	-51,5%	3,4%	61,6%	20,3%	58,4%	21,1%	58,6%
FCNOA ⁽⁵⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	89,1%	-27,5%	-36,9%	-60,1%	4,4%	91,1%	35,0%	100,8%	36,7%	90,3%
Liquidez Corriente (vc)	1,4	1,3	1,3	1,4	1,7	1,6	2,0	1,5	2,0	1,5

(1) Cifras bajo IFRS, en base a Estados Financieros Consolidados establecidos de acuerdo a la NIIF 11 (Acuerdos Conjuntos).

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación- costos financieros incluidos en el costo de venta (desde 2012).

(4) Gastos financieros ajustados = gastos financieros + gastos financieros activados (desde 2010).

(5) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

Características de los Instrumentos

ACCIONES⁽¹⁾

Presencia Ajustada	10%
Free Float	25,9%
Rotación	5,65%
Política de dividendos efectiva	30% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales	<5,0%
Directores Independientes	1 de 7

(1) Marzo de 2017.

LÍNEA DE BONOS

Número de Inscripción	751
Fecha de inscripción	12-04-2013
Monto	U.F. 1 millón
Plazo de la línea	10 años
Serías inscritas al amparo de la línea	A
Conversión	No contempla
Covenant financieros	Pasivos Totales/ Total Patrimonio + Interés minoritario < 2; Patrimonio mínimo > UF 800 mil; Mantener un Endeudamiento Financiero Neto Atribuible a Filiales Cuyos Estados Financieros se Consolidan con los del Emisor que, sumado al Endeudamiento Financiero del Emisor Atribuible a Proyectos Inmobiliarios, no sea superior a un 20% del Endeudamiento Financiero Neto
Rescate anticipado	Según se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Resguardos	Suficientes

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

Serie A

Al amparo de Línea de Bonos	751
Monto de la Emisión	U.F. 1 millón
Plazo de amortización	12 cupones semestrales a partir del 10 de abril de 2017
Fecha de Vencimiento	10-10-2022
Intereses	6,3% anual, compuesta semestralmente
Rescate Anticipado	A partir del 10 de abril de 2017

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- 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 BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de "grado inversión", al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de "no grado inversión" o "grado especulativo".

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.

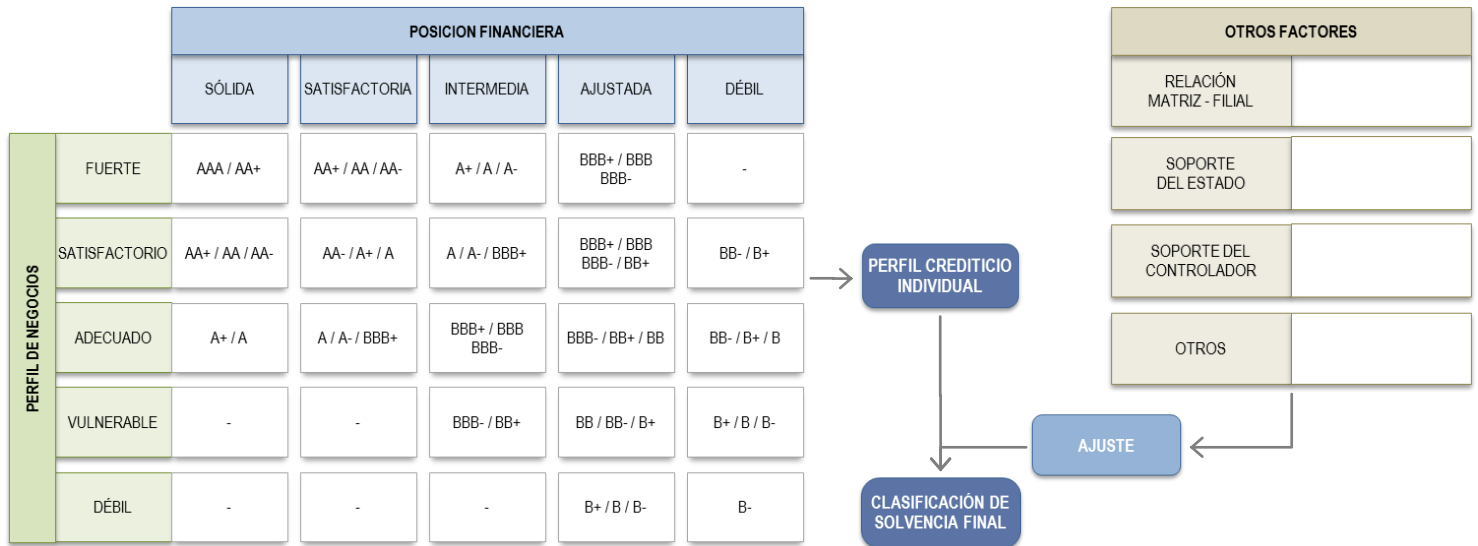
CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada

Descriptorios de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información 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.

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. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.