

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	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo ratifica en categoría BBB, con tendencia estable, la clasificación asignada a la solvencia y bonos de Ingevec S.A. (en adelante Ingevec, la compañía o la empresa). 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 1,72% 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 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, que en periodos 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, Ingevec aún posee un alto grado de concentración en el negocio de 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. Si bien el negocio inmobiliario ha presentado 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, donde no pueden existir más de cuatro proyectos por clientes, según política de la compañía.

Adicionalmente, el desarrollo de complejos hoteleros se encuentra en plena fase de desarrollo, donde se encuentran operativos seis hoteles localizados en el norte de Chile. El plan de inversiones contempla 14 complejos.

- 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.

En abril de 2018, concluyó el proceso de aumento de capital de la compañía, donde Ingevec logró recaudar cerca de \$15.000 millones (US\$ 25 millones) que serán utilizados para potenciar proyectos inmobiliarios y renta hotelera (plan de inversiones 2018-2021).

ICR hace hincapié que el sector en que se desempeña la compañía ha dado señales de mejoras. Por un lado, el sector ingeniería y construcción ha mostrado signos de repunte dado el menor desempleo y las mejores expectativas sobre la inversión en infraestructura del país; mientras que en el sector inmobiliario se espera un mayor dinamismo que en años anteriores, dada las expectativas sobre la economía chilena.

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 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:

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 CMF)

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 está compuesto por una cartera de catorce proyectos, de los cuales seis se encuentran en operación (norte de Chile) y uno en construcción (Providencia).

En abril de 2018, concluyó el proceso de aumento de capital de la compañía, donde Ingevec logró recaudar cerca de \$15.000 millones (US\$ 25 millones) que serán utilizados para potenciar proyectos inmobiliarios y renta hotelera (plan de inversiones 2018-2021).

Esta operación la emisión de 190 millones de acciones de pago, que representaron cerca del 17,59% del total de títulos post capitalización.

La compañía es controlada por los señores Enrique Besa Jocelyn-Holt, José Antonio Bustamante Bezanilla y Francisco Vial Bezanilla, socios fundadores de la sociedad. En la actualidad, tras la capitalización, el

pacto de accionistas concentra el 54% del capital social de la compañía. En dicho pacto participan además cuatro ejecutivos de la sociedad.

Cabe destacar que, tras el aumento de capital, BTG Pactual Small Cap Fondo de Inversión pasó a representar el 14,08% de la propiedad de la compañía.

El directorio de Ingevec 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 reelegido en sesión de directorio el 7 de marzo de 2018, cuyas principales actividades se centran en examinar los planes de trabajo de la auditoría externa e interna, analizar el balance y los estados financieros de cada trimestre, de manera previa a la aprobación del directorio, entre otros.

Accionistas	
Inversiones Los Cipreses Ltda	14,93%
Asesorías e inversiones ISASA Ltda.	14,93%
Inversiones y Asesorías MARARA Ltda.	14,93%
BTG Pactual Small Cap Chile FI	14,08%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,86%
Inversiones Megeve dos Ltda.	5,11%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	4,17%
Asesorías en inversiones Desarrollos del Maipo Ltda.	2,72%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	2,71%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	2,68%
Asesorías en Inversiones La Aurora Ltda.	2,47%
Inversiones y Asesorías Génesis Ltda.	2,41%
Total	88,00%

Tabla 2: Estructura de propiedad a marzo de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

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 CMF)

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 CMF)

La Industria²

1. Sector Ingeniería y Construcción

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

Las compañías pertenecientes a esta industria pueden ser de todo tipo de tamaño, desde gran escala, como compañías completamente integradas (desde diseño, ingeniería, gestión de costos o fabricación de materiales de construcción, construcción propiamente tal, operaciones y mantenimiento), hasta empresas 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. • Muchos 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 nacional. Particularmente, el año 2017, se observó un repunte en el PIB generado por la construcción, impulsado en el último trimestre del año por las mejores expectativas sobre el rendimiento de la economía chilena, post elecciones presidenciales.

Var(%) PIB Construcción (base 2013)

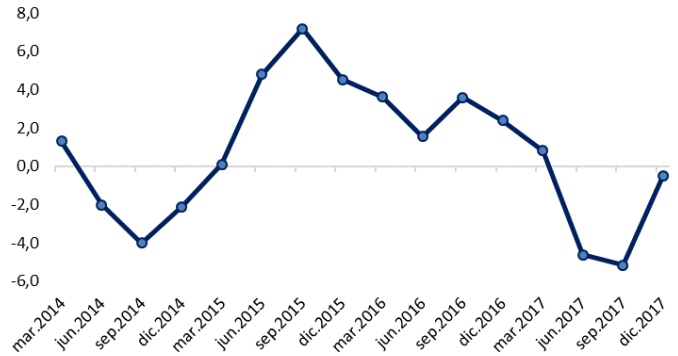


Gráfico 1: Var (%) PIB sector construcción.

(Fuente: Elaboración propia con información de BCCh)

Lo anterior se ratifica con lo mostrado por el IMACON, que durante 2017 revirtió la tendencia a la baja mostrada en 2016, aumentando 3,12%, cifra superior a lo registrado en 2009, post crisis subprime.

IMACON (Base 2008 = 100)

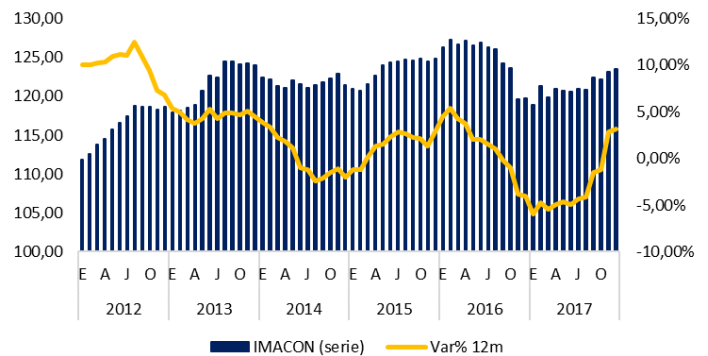


Gráfico 2: IMACON.

(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 edificación asociados a la construcción en altura. 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.

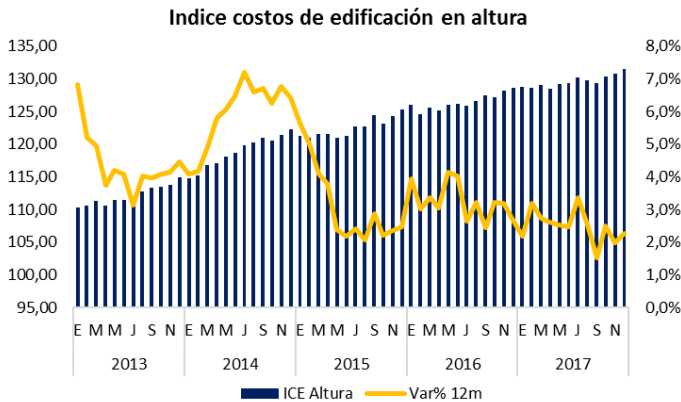


Gráfico 3: Permisos para la edificación.
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

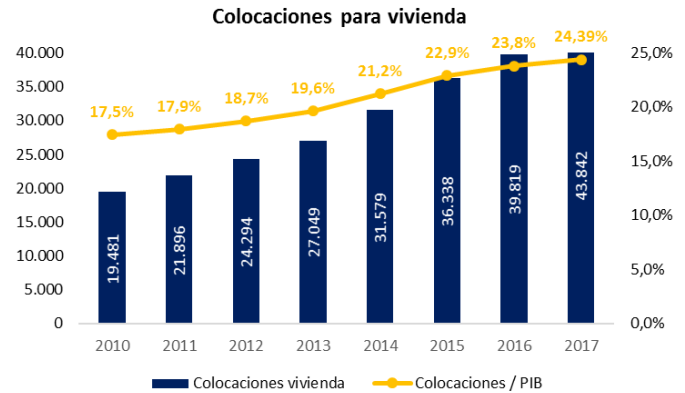


Gráfico 4: Colocaciones de la vivienda
(Fuente: Elaboración propia con información del BCCh)

2. Sector Inmobiliario.

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

Factores	Características
Rentabilidad y flujos de caja	<ul style="list-style-type: none"> 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)

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 términos nominales, se observa que estas colocaciones avanzan a una tasa de crecimiento tal, que el año 2017 llegó a representar un 24,3% del PIB, a pesar de las mayores restricciones del sistema bancario chileno. Las tasas de colocaciones de créditos hipotecarios, por su parte, llegaron a su nivel más bajo durante 2017, atenuando el efecto de las restricciones bancarias.

Asimismo, se observa que las ventas totales del rubro inmobiliario en el gran Santiago (medida en unidades) aumentaron 1,22% respecto del año anterior, y prosiguen con una tendencia al alza post efecto IVA (fines de 2015), especialmente en departamentos.

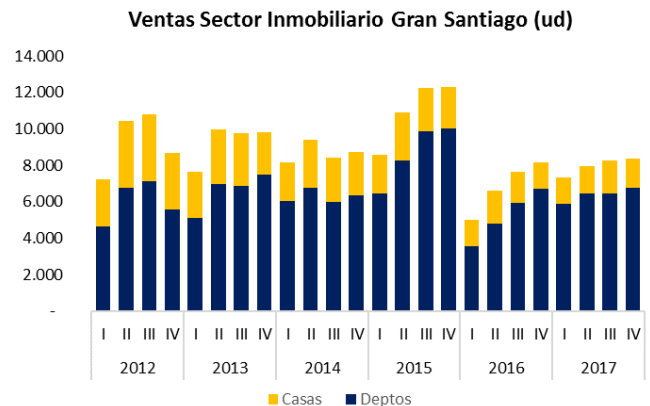


Gráfico 5: Ventas sector inmobiliario Gran Santiago.
(Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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 año 2017, la velocidad de ventas ha ido volviendo a su tendencia paulatinamente tras el efecto IVA, situándose en 14,63% al cierre del año anterior. Asimismo, los meses para agotar stock, tras el primer trimestre de 2016 han ido convergiendo a su nivel tendencial (20 meses).

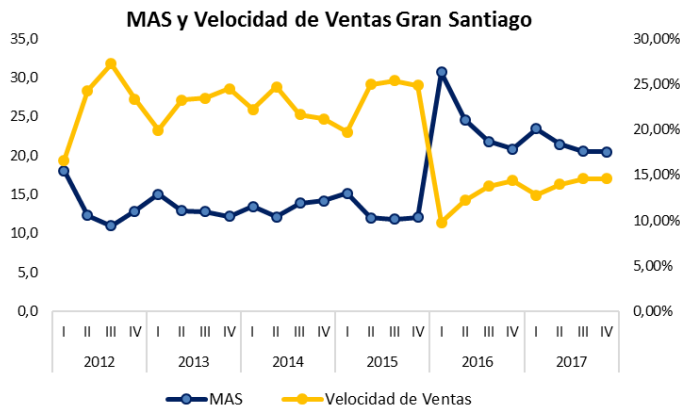


Gráfico 6: MAS y velocidad de ventas Gran Santiago. (Fuente: Elaboración propia con información de CChC)

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.

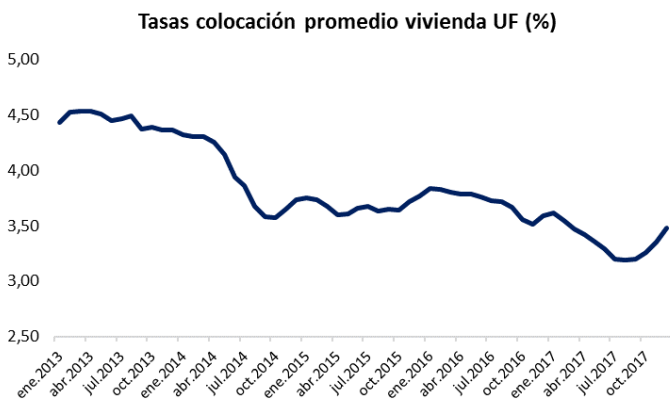


Gráfico 7: Tasas colocación promedio vivienda 20 años UF. (Fuente: Elaboración propia con información de BCCh)

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	<ul style="list-style-type: none"> Para mitigar el ciclo, 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, tienen un carácter contra cíclico.
Financiamiento hipotecario del sector privado	<ul style="list-style-type: none"> Relaciones de largo plazo con entidades bancarias.
Marco regulatorio	<ul style="list-style-type: none"> No se da cuenta de un mitigador en específico, pero la compañía procura mantener actualizada cualquier variación regulatoria y como política invierte en terrenos solo para el desarrollo inmediato de proyectos inmobiliarios.
Competencia	<ul style="list-style-type: none"> Sin mitigador específico.
Disponibilidad de terrenos	<ul style="list-style-type: none"> La compañía no informa de un mitigador específico.
Siniestros	<ul style="list-style-type: none"> La sociedad cuenta con seguros 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.
Abastecimiento	<ul style="list-style-type: none"> En el área de I&C e inmobiliaria, la compañía opera bajo contratos de suma alzada. 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.
Contraparte e incumplimiento	<ul style="list-style-type: none"> La compañía no da a conocer un mitigador para estos casos.

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 2017, el 74% de las ventas del segmento I&C corresponden al área habitacional mientras que el porcentaje restante correspondía a infraestructura.

Actualmente, posee presencia en el mercado local en once regiones de Chile, aunque el segmento I&C concentró el 76,3% de sus ventas en la Región Metropolitana. Similarmente, el 79% del área inmobiliaria centra sus ventas en la Región Metropolitana.

Por otro lado, según la Cámara Chilena de la Construcción, análisis internos de la compañía y otras fuentes, a diciembre de 2017 la participación de mercado de Ingevec en infraestructura alcanzó 0,96%, mientras que, para la edificación habitacional, la compañía se ubicó en torno a 2,34%.

Por el lado del negocio inmobiliario, según estimaciones de Ingevec, la participación de mercado de la compañía durante 2017 fue de 0,45%, ubicándose sobre el promedio de los últimos cinco años.

De la misma manera, la participación estimada es de 0,59% para el mercado inmobiliario en el Gran Santiago en 2017, lo cual se encuentra por sobre del promedio de los últimos años debido a que parte de los proyectos en la Región Metropolitana escrituraron para el primer semestre de 2017.

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 2017 alcanzó \$ 286.701 millones, en línea con lo presentado el año anterior.

Por su parte, el área Inmobiliaria presenta un backlog de promesas proporcionales por escriturar de UF 443.286, nivel que entrega cierta certeza respecto a los resultados del negocio inmobiliario.

La actual cartera de inversiones alcanza un total de 36 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.

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 de 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.

Si bien el negocio inmobiliario ha presentado 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 periodos recesivos, lo que entrega estabilidad a la generación de ingresos.

Por otro lado, la compañía se encuentra desarrollando el negocio de renta hotelera, contemplado en el plan de inversiones 2018-2021 de la compañía. En efecto el 33% de los recursos del reciente aumento de capital tienen como destino la financiación del segmento hotelero. Este plan contempla 14 complejos hoteleros (1.800 – 1.900 habitaciones) ubicados en Chile y Perú, de los cuales seis ya se encuentran en plena operación.

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 periodo 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 2017, Ingevec cerró el año con ingresos por \$155.546 millones, exhibiendo una caída de 12,9% respecto a igual periodo del año anterior. Esto se debe al retraso en el inicio de proyectos de I&C, a pesar que la compañía mantiene los niveles de adjudicación y backlog. Adicionalmente, durante este año ya no consolidan contablemente varios proyectos inmobiliarios, ya que Ingevec ha privilegiado el desarrollo de estos incorporando socios en su realización como una estrategia de diversificación.

(\$7.745 millones), debido a la normalización de los márgenes en el área de ingeniería y construcción, en conjunto con un positivo resultado en el área inmobiliaria, lo que al mismo tiempo le permitió a la compañía obtener su mayor 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 de explotación (MM\$)

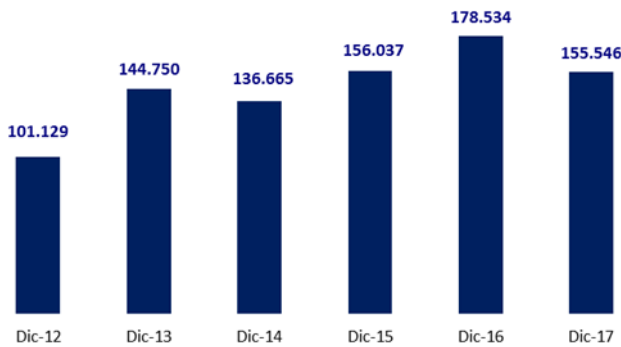


Gráfico 5: Evolución ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Del total de ingresos obtenidos durante el 2017, un 97% corresponde a Ingeniería y Construcción, mientras que el porcentaje perteneciente al área inmobiliaria es menor ya que gran parte de sus flujos asociados se reconoce por valor patrimonial proporcional. Esta composición se mantiene constante durante los últimos cinco años.

Ingresos por segmento (MM\$)

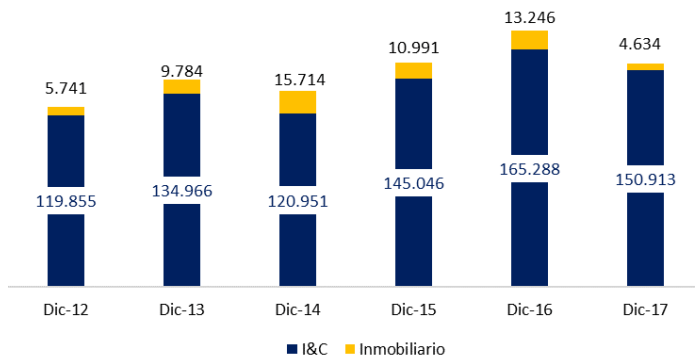


Gráfico 6: Ingresos por área de negocios.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Al cierre del año 2017, el EBITDA ajustado³ de la compañía fue de \$10.148, mostrando un importante aumento respecto al año anterior

En términos de resultados, el área de ingeniería y construcción cerró el año con \$3.060 millones de utilidad, traduciéndose en una variación anual de 44%, lo que da cuenta de una mejora en sus resultados. En tanto, el área inmobiliaria alcanzó una utilidad de \$2.803 millones, representando un alza de 94,1% respecto al año interior, impulsada principalmente por un alto nivel de escrituración.

EBITDA ajustado (MM\$)

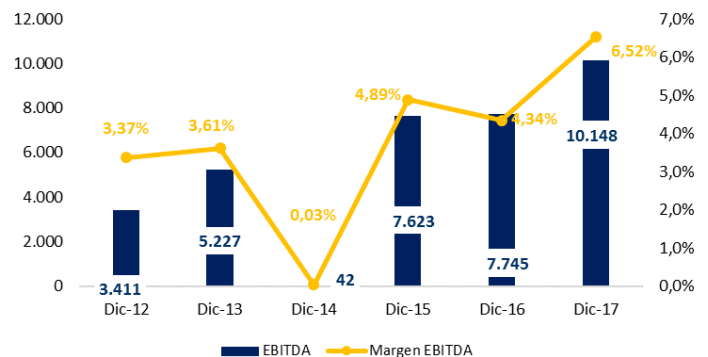


Gráfico 7: EBITDA y margen de EBITDA ajustados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Utilidad por segmento (MM\$)

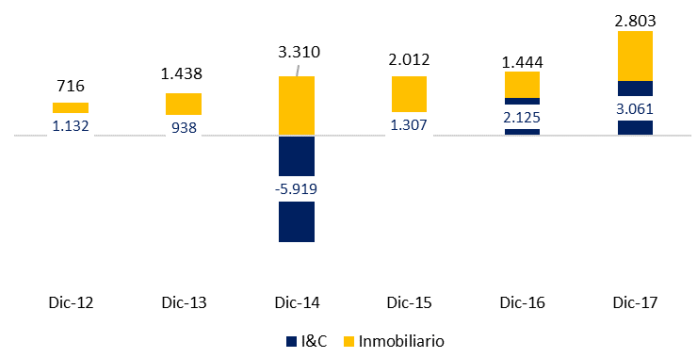


Gráfico 8: utilidad neta por área de negocios.

(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. 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 2017 alcanzó \$26.859 millones. No obstante, ésta mostró un incremento de 21,5% respecto a 2016, dado el aumento de deuda bancaria, la cual alcanzó \$6.262 millones (23,31% del total de la deuda financiera de la compañía) producto del financiamiento de nuevas obras.

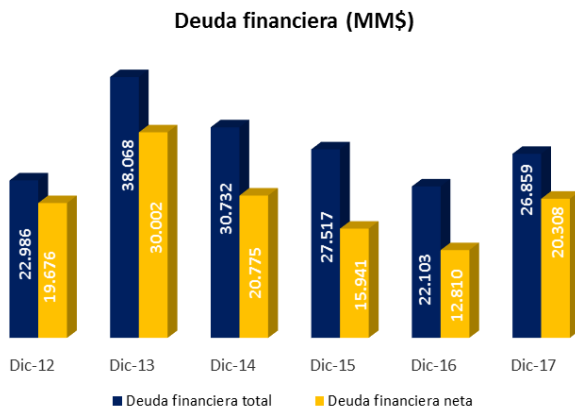


Gráfico 9: Deuda financiera y deuda financiera neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Actualmente, la mayor parte de la deuda financiera de Ingevec (\$26.859 millones) corresponde al bono reestructurado. El instrumento comenzó su amortización de capital el año 2017, para lo cual la compañía cuenta con adecuada holgura para cubrir el servicio de la deuda (1,27 veces)⁴, según estimaciones de ICR.

Cabe destacar que, al cierre de 2017, la compañía mantuvo sus márgenes y coberturas en línea con el año anterior, en un escenario económico marcado por las mejores expectativas sobre el sector, mostrando un nivel de deuda financiera neta sobre EBITDA en torno a 2,0

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 establecidos 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.

veces y una cobertura de gastos financieros netos de 8,31 veces, mientras que su nivel de endeudamiento alcanzó 1,57 veces.

Adicionalmente, la compañía vio disminuidos sus niveles de liquidez hasta 1,02 veces por mayores inversiones en proyectos inmobiliarios y una mayor acumulación de créditos especiales a empresas constructoras (CEEC) en la cuenta activos por impuestos corrientes.

Indicador (N° de veces)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Endeudamiento total ⁵	1,80	2,40	2,22	1,89	1,60	1,57
Endeudamiento financiero ⁶	0,88	1,39	1,26	1,03	0,77	0,83
Cobertura de gastos financieros netos ⁷	13,33	5,39	0,03	5,43	6,75	8,31
Deuda financiera neta sobre EBITDA ⁸	5,77	5,74	494,81	2,09	1,65	2,00
Razón circulante ⁹	1,37	1,71	1,63	1,97	1,53	1,02
Razón ácida ¹⁰	0,76	1,03	1,17	1,53	1,39	0,96

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 ha dado señales de mejoras. Por un lado, el sector ingeniería y construcción ha mostrado signos de repunte dado el menor desempleo y las mejores expectativas sobre la inversión en infraestructura del país.

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.

En caso contrario, si la compañía se reenfocara 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 .

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 los últimos años ya sea mejorando sus planes de contención de costos o aprovechando oportunidades de mercado.

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, en un escenario económico que recién muestra repuntes, derivados de mayores expectativas sobre el desempeño macroeconómico del país.

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 otorgada por Larraín Vial S.A Corredora de Bolsa en calidad de *market maker* y el bajo *floating* de la compañía (12,94%), sumado a su clasificación de solvencia (categoría BBB).

2. Bonos

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

Serie A	
N° de inscripción	Línea 751
Fecha inscripción	19-abr-2013
Tasa de emisión	6,3%
Monto inscrito	UF 1.000.000
Monto colocado	UF 1.000.000
Deuda vigente	UF 740.000
Plazo	9 años
Vencimiento	10-10-2022

Tabla 8: Principales características de los bonos vigentes.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF y LVA Índices)

La reestructuración de bonos que realizó la compañía en 2016 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	31-12-2017
Patrimonio mínimo exigido a Ingevec S.A.	> 800.000 UF	1.209.082
Patrimonio mínimo exigido a Inmobiliaria Ingevec S.A	> 800.000 UF	1.279.022
Nivel de endeudamiento financiero (sin incorporar deuda bonos)	< 0,5 veces	0,22
Endeudamiento financiero neto (sin incorporar deuda de bonos)	< 700.000 UF	21.864
Endeudamiento financiero individual Inmobiliaria Ingevec S.A. (se incluye dentro de éste los avales entregados a otras deudas)	Menor o igual a 200.000 UF	9.849
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%	-7,21%
No efectuar nuevas colocaciones de bonos.	UF 735.800	UF 735.800

Tabla 8: Covenants asociados a las emisiones.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

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 Y BONOS

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
07-mar-13	BBB	Estable	Nuevo instrumento
30-abr-13	BBB	Estable	Reseña anual
30-abr-14	BBB	Estable	Reseña anual
30-abr-15	BBB	Estable	Reseña anual
29-abr-16	BBB	Estable	Reseña anual
23-sep-16	BBB	Estable	Comunicado CCR
28-abr-17	BBB	Estable	Reseña anual
30-abr-18	BBB	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
30-abr-13	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-abr-14	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-abr-15	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
29-abr-16	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
28-abr-17	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual
30-abr-18	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual

Anexo

Situación financiera resumida Ingevec S.A. (en millones de pesos)						
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Activos corrientes	57.820	69.771	48.786	49.221	40.188	33.839
Activos no corrientes	15.745	23.461	29.637	27.863	34.581	49.521
Activos totales	73.565	93.232	78.424	77.084	74.769	83.360
Efectivo y equivalentes	3.310	8.066	9.956	11.575	9.292	6.551
Activos financieros corrientes	0	0	0	0	0	0
Inventarios	25.638	27.606	13.989	11.075	3.634	1.941
Pasivos corrientes	42.333	40.840	29.864	24.958	26.318	33.335
Pasivos no corrientes	5.005	24.942	24.187	25.442	19.700	17.624
Pasivos totales	47.338	65.783	54.052	50.400	46.019	50.959
Deuda financiera corriente	19.979	13.838	6.544	2.292	2.402	9.235
Deuda financiera no corriente	3.007	24.229	24.187	25.224	19.700	17.624
Deuda financiera total	22.986	38.068	30.731	27.516	22.103	26.859
Deuda financiera neta	19.676	30.001	20.775	15.940	12.810	20.308
Patrimonio	26.228	27.449	24.371	26.683	28.750	32.401
Ingresos de explotación	101.129	144.750	136.665	156.037	178.533	155.546
Costos de explotación	92.589	133.956	132.929	146.487	166.935	143.280
Margen bruto	8.540	10.793	3.736	9.549	11.598	12.266
Margen bruto (%)	8,44%	7,46%	2,73%	6,12%	6,50%	7,89%
Resultado operacional	2.222	3.614	-1.729	5.631	5.602	8.528
Margen operacional	2,91%	3,70%	-1,28%	1,98%	2,66%	5,48%
Ingresos financieros	216	246	269	325	564	208
Gastos financieros	472	1.216	1.543	1.728	1.711	1.429
Utilidad del ejercicio	1.848	2.375	-2.609	3.318	3.569	5.864
Razón circulante (N° de veces)	1,37	1,71	1,63	1,97	1,53	1,02
Razón ácida (N° de veces)	0,76	1,03	1,17	1,53	1,39	0,96
Capital de trabajo	15.487	28.930	18.921	24.262	13.869	505
Endeudamiento corto plazo (N° de veces)	1,61	1,49	1,23	0,94	0,92	1,03
Endeudamiento largo plazo (N° de veces)	0,19	0,91	0,99	0,95	0,69	0,54
Endeudamiento total	1,80	2,40	2,22	1,89	1,60	1,57
Leverage financiero	0,88	1,39	1,26	1,03	0,77	0,83
EBITDA ajustado	3.411	5.226	41	7.622	7.745	10.148
Margen EBITDA (%)	3,37%	3,61%	0,03%	4,89%	4,34%	6,52%
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	13,33	5,39	0,03	5,43	6,75	8,31
Deuda financiera CP / EBITDA ajustado (N° de veces)	5,86	2,65	155,86	0,30	0,31	0,91
Deuda financiera LP / EBITDA ajustado (N° de veces)	0,88	4,64	576,09	3,31	2,54	1,74
Deuda financiera total / EBITDA ajustado (N° de veces)	6,74	7,28	731,96	3,61	2,85	2,65
Deuda financiera neta / EBITDA ajustado (N° de veces)	5,77	5,74	494,81	2,09	1,65	2,00
Rentabilidad patrimonio (%)	9,43%	8,85%	-10,07%	13,00%	12,88%	19,2%
Rentabilidad activos (%)	3,07%	2,85%	-3,04%	4,27%	4,70%	7,4%
Capex	993	1.495	282	1.841	1.361	2.436
EBITDA-Capex	2.418	3.731	-240	5.781	6.383	7.712

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a diciembre 2017, memoria anual 2017, página web INGEVEC); CMF.

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

³ EBITDA ajustado = EBITDA + Gasto financiero contenido en costo de venta.

⁴ RCSD = (EBITDA – Capex – Impuesto, proyectados) / (obligaciones financieras próximos 12 meses, capital e interés).

⁵ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁶ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

⁷ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros totales – ingresos financieros).

⁸ Deuda Financiera Neta / EBITDA = (Deuda financiera bruta – Efectivo y equivalente) / EBITDA.

⁹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁰ 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 Comisión para el Mercado Financiero, 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.