

Solvencia	Dic. 2018 BBB	May. 2019 BBB
Perspectivas	Positivas	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes

(Cifras millones de pesos)

	2017	2018	Mar. 19
Ingresos Ordinarios	155.546	165.949	42.299
Ebitda (1)	6.886	10.092	2.407
Ebitda Ajustado (2)	10.150	12.178	2.946
Deuda Financiera (3)	26.859	35.713	37.117
Deuda Financiera Aj. (4)	26.859	35.713	35.441
Margen operacional	3,55%	4,96%	4,41%
Margen Ebitda	4,43%	6,08%	5,69%
Margen Ebitda Ajustado	6,53%	7,34%	6,96%
Endeudamiento total	1,7	1,4	1,4
Endeudamiento financiero	0,8	0,7	0,7
Ebitda / Gastos Financieros	4,8	4,9	5,4
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj. (5)	7,1	5,9	6,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda	2,9	1,6	2,3
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj.	2,0	1,4	1,7
FCNOA/ Deuda Financiera	34%	15%	14%

(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) Deuda financiera ajustada = deuda financiera - deuda financiera asociada a la implementación de la IFRS 16.

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

Perfil de Negocios: Adecuado

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Industrias cíclicas y competitivas					
Participación en negocios distintos a los de su Core Business					
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: Esteban Sánchez C.
esteban.sanchez@feller-rate.cl
(562) 2757-0482
Felipe Pantoja
felipe.pantoja@feller-rate.cl
(562) 2757-0463

Fundamentos

La clasificación "BBB" asignada a la solvencia y líneas de bonos de Ingevec S.A. refleja un perfil de negocios "Adecuado" y una posición financiera "Intermedia".

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

A marzo de 2019, los ingresos consolidados de Ingevec registraron un crecimiento anual de un 9,6%, alcanzando los \$ 42.299 millones. Lo anterior se debió principalmente a una mayor actividad en el segmento de I&C, sumado a los mayores ingresos por honorarios del segmento inmobiliario.

Asimismo, el margen ebitda ajustado (incluyendo la participación en asociadas, descontando los costos financieros incluidos en el costo de venta e incorporando los costos en arriendos operativos asociados a la norma IFRS 16) alcanzó un 7% (6,8% a igual periodo del año anterior). Ello refleja un mayor nivel de escrituración y mejores márgenes en los proyectos inmobiliarios, dada la menor relevancia de los proyectos del norte, los cuales han impactado negativamente los márgenes de los últimos periodos.

Al primer trimestre de 2019, el stock de deuda financiera ajustada (sin incorporar la deuda asociada a la implementación de IFRS 16) alcanzaba \$ 35.441 millones, siendo un 32,1% mayor que el alcanzado a igual periodo del año anterior, producto mayoritariamente del financiamiento de nuevas obras y del plan inmobiliario. En consecuencia, a igual periodo, el indicador de deuda financiera neta ajustada sobre ebitda ajustado y de ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados alcanzaron las 1,7 veces y 6,8 veces, respectivamente (1,2 veces y 7 veces, respectivamente, a marzo de 2018).

Cabe destacar que el actual plan estratégico de la compañía, con foco en las inversiones inmobiliarias, de hotelería y la incursión en el negocio de rentas residenciales, resultarán en un deterioro transitorio de los indicadores crediticios, sin impacto relevante sobre la posición financiera. Feller Rate espera que la compañía alcance un máximo de endeudamiento entre los años 2019 y 2020, para luego, en el mediano plazo, volver a indicadores de solvencia en línea con lo obtenido en los últimos periodos.

Perspectivas: Estables

La estabilización de las perspectivas incorpora el financiamiento de su plan estratégico en base a una composición de endeudamiento financiero y aportes de capital, lo que presionará los indicadores crediticios de Ingevec.

Adicionalmente, considera la mantención de los márgenes operacionales, en particular de I&C, en conjunto con una adecuada gestión de los proyectos en desarrollo y por desarrollar, en consorcios y con terceros.

ESCENARIO A LA BAJA: Se podría dar ante un cambio adverso en las condiciones de mercado; ante mayores presiones sobre sus márgenes operacionales, como resultado de las inversiones en los negocios fuera de su negocio principal; o en caso de implementar políticas financieras más agresivas, que se tradujeran en un debilitamiento de los índices de riesgo crediticio de forma prolongada.

ESCENARIO DE ALZA: Se podría gatillar como consecuencia de la rentabilización de su plan de inversiones, de tal forma que la compañía pueda exhibir, de manera estructural, un indicador de deuda financiera neta ajustada sobre ebitda ajustado por debajo de las 2,0 veces.

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.
- Área de I&C expuesta a riesgos de sobrecostos y contingencias, dada la modalidad de los contratos.
- Participación en negocio hotelero, con riesgos distintos a los de su Core Business.

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".
- Plan de inversiones considera un incremento transitorio en el nivel de endeudamiento, lo que presionará los índices de solvencia. No obstante, esto no afectaría de manera estructural su posición financiera.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

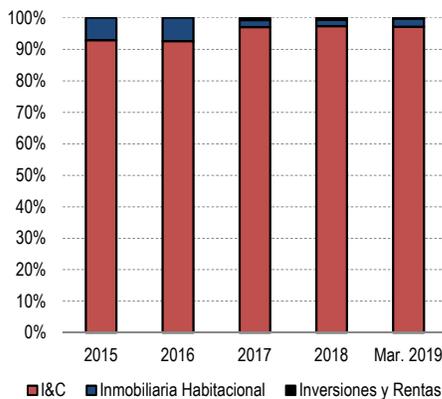
PERFIL DE NEGOCIOS **ADECUADO**

Estructura de propiedad

Con fecha 15 de marzo de 2018, Ingevec S.A. realizó una colocación de acciones en la cual el grupo controlador renunció a sus derechos de suscripción preferente.

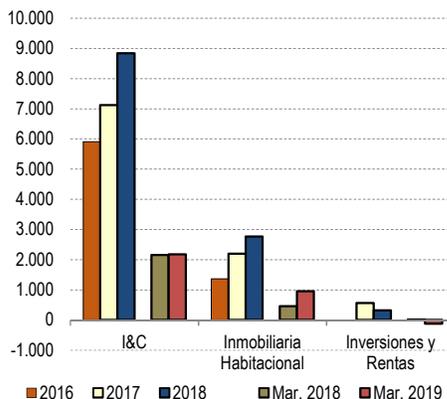
De esta forma, actualmente la sociedad es controlada por los empresarios chilenos: Enrique Besa, José Antonio Bustamante y Francisco Vial, quienes en conjunto poseen el 42,06% de la propiedad, y por los ejecutivos de la compañía que mantienen un 11,93%. El grupo controlador cuenta con un acuerdo de actuación conjunta.

Evolución de la composición de ingresos consolidados



Evolución del Ebitda consolidado*

Cifras en millones de pesos



*Cifras conforme a lo informado por la compañía en los Informes Entrega Resultados.

- Ingevec S.A. opera bajo las unidades de negocio: Ingeniería y Construcción (I&C), Inmobiliario e Inversiones y Rentas. 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.
- A marzo de 2019, los ingresos del área I&C representaban un 97,2% de los ingresos consolidados. El porcentaje restante está asociado a honorarios por asesorías en los negocios inmobiliarios (2,5%) y de hoteles (0,3%), en los cuales participa a través de consorcios y asociaciones con terceros.

Amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación

- La compañía participa en el sector I&C mediante su filial Constructora Ingevec S.A. 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.
- En los últimos periodos, el plan estratégico de la compañía ha contemplado un incremento de proyectos inmobiliarios con terceros y relacionados, resultando en una mayor concentración de los ingresos del segmento en proyectos habitacionales, representando el 84,5% y 87,9% de las ventas del área a diciembre de 2018 y marzo de 2019, respectivamente.
- En línea con lo anterior, al 31 de marzo de 2019, cerca del 27,1% de los proyectos facturados correspondían a obras realizadas para relacionados (22,9% a igual periodo de 2018), lo que 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 sobrecostos y posibles contingencias de los proyectos.

Al respecto, dicho efecto se ve reflejado en las pérdidas registradas en 2014, debido a las fuertes presiones de sobre costos que afectaron a 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.

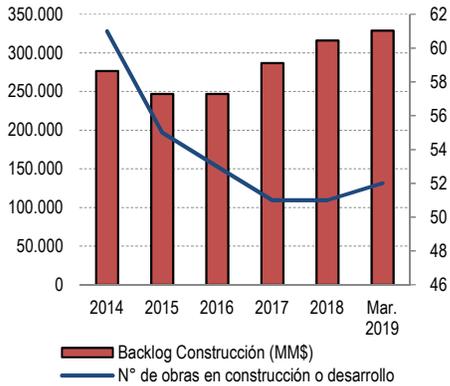
- En contrapartida, esta modalidad de contratos permite a la empresa financiar parte importante de su operación a través del calce de flujos de pago entre sus clientes y proveedores, disminuyendo sus necesidades de financiamiento externo, ya que recibe un pago anticipado y luego flujos de pago por parte 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 y mediano plazo

- Históricamente, la cartera de proyectos de la entidad ha contado con una mayor participación en proyectos de edificación habitacional. Esto, se ha visto reforzado en los últimos periodos por el incremento de proyectos inmobiliarios con terceros y relacionados. A marzo de 2019, el backlog de proyectos se concentraba en un 88,3% en edificaciones habitacionales (73,1% al

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Evolución backlog I&C



Diversificación en las ventas del segmento I&C

Zona geográfica

	2016	2017	2018	Mar. 2019
RM	71,8%	76,3%	73,6%	76,3%
Otras regiones	28,2%	23,7%	26,4%	23,7%

Tipo de construcción

	2016	2017	2018	Mar. 2019
Habitacional	78,3%	74,0%	87,9%	84,5%
Infraestructura	21,7%	26,0%	12,1%	15,5%

Según la relación con el mandante

	2016	2017	2018	Mar. 2019
Relacionadas	31,6%	18,2%	27,1%	27,8%
Terceros	68,4%	81,8%	72,9%	72,2%

cierre de 2016). El resto de la cartera la conforman proyectos asociados al sector público (6,2%) y obras comerciales (5,5%).

- A contar de 2013, Ingevec se planteó aumentar la participación en proyectos con empresas relacionadas con el objetivo de alcanzar al menos 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 el primer trimestre de 2019, el *backlog* del segmento alcanzó los \$ 328.563 millones (el mayor en su historia) registrando un incremento de un 4% respecto de diciembre de 2018. Ello, explicado mayoritariamente por un mayor nivel de adjudicaciones, en conjunto con un aumento de proyectos inmobiliarios con relacionados.
- El actual *backlog* cuenta con 52 contratos en ejecución o desarrollo, con un monto promedio por obra mayor que en años anteriores. Asimismo, se observa que un 43,2% será ejecutado durante 2019, manteniendo una concentración, en términos de zona geográfica, en la Región Metropolitana (81,9% 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 desarrollando y gestionando proyectos inmobiliarios habitacionales, por medio de su filial Inmobiliaria Ingevec S.A.
- La compañía participa en el desarrollo inmobiliario habitacional en forma directa mediante la marca Ingevec (Ex Progesta) 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 junto con terceros. Dicha modalidad de operación posibilita desarrollar una mayor cantidad de proyectos.
- 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 durante los últimos años las escrituras proporcionales han disminuido en términos de unidades, no obstante, con precios promedio al alza, pasando desde las U.F. 1.580 en 2013 hasta las U.F. 3.366 en 2018. En tanto, a marzo de 2019, se observa una evolución positiva en el nivel de escrituras proporcionales (4,4%) hasta alcanzar las U.F. 187.173 (U.F. 179.298 a igual periodo del año anterior) con un precio promedio de U.F. 3.345 (U.F. 3.009 al primer trimestre de 2018).
- Asimismo, en las promesas proporcionales, se observa un monto por U.F. 422.548, con un crecimiento anual de un 65,1%. Esto, se debe a una mayor cantidad de proyectos lanzados durante 2018, sumado a mejores políticas comerciales y un precio promedio relativamente estable.
- 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. 2.000 y U.F. 4.000. 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. 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 al saldo de unidades prometidas por escriturar (proporcionales a su participación) por U.F. 1.583 mil, a marzo de 2019. Dicha cartera presenta una buena diversificación geográfica, concentrando el 72,9% de los proyectos en la Región Metropolitana.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Segmento Inmobiliario

Distribución por zona geográfica

	2016	2017	2018	Mar. 2018	Mar. 2019
RM	64,6%	79,6%	73,8%	82,3%	72,9%
Norte	1,7%	6,9%	6,4%	6,5%	7,1%
Centro	33,7%	8,5%	3,3%	7,2%	3,4%
Sur	0,0%	5,0%	16,6%	4,0%	16,6%

Promesas proporcionales por escriturar (Backlog)

	2016	2017	2018	Mar. 2018	Mar. 2019
M U.F.	898	443	1.347	579	1.583
Unidades	297	156	498	197	598
Precio promedio (U.F.)	3.025	2.842	2.706	2.938	2.647

Escrituración proporcional

	2016	2017	2018	Mar. 2018	Mar. 2019
M U.F.	720	1.045	692	179	187
Unidades	351	326	206	60	56
Precio promedio U.F.	2.051	3.207	3.360	2.988	3.342

Promesas proporcionales

	2016	2017	2018	Mar. 2018	Mar. 2019
M U.F.	487	590	1.466	256	423
Unidades	184	202	548	93	154
Precio promedio U.F.	2.646	2.923	2.676	2.752	2.744

Nuevos negocios generan una mayor diversificación, no obstante, incorporan riesgos distintos a los de su *Core Business*

- En el año 2014, la compañía cerró un pacto de accionistas para iniciar un plan de inversiones que contemplaba la construcción y la gestión de 10 hoteles en el norte y centro del país, más otros cuatro en Perú. El proyecto demandaría una inversión de US\$ 180 millones (US\$ 120 millones asociados a la operación en Chile), financiados mediante un *mix* de aportes de capital y deuda financiera de largo plazo.
- Dichas inversiones se han realizado en conjunto con dos socios estratégicos en Chile y uno en Perú. Los participantes locales son la familia Albala (accionista principal de Laboratorios Maver) y el grupo Amszynowski, este último con experiencia en desarrollos inmobiliarios residenciales a través de Inmobiliaria Prados e Inversiones Amsal. Asimismo, participa en la sociedad la familia Kulisic, dueña de la pesquera Cantabria y con experiencia en el segmento inmobiliario y en el sector pesquero en Ecuador.
- Actualmente, Ingevec mantiene entre un 35% y 40% de la propiedad de cada una de las edificaciones.
- Para la operación, la entidad mantiene una alianza con la operadora internacional Accor, bajo las marcas Ibis e Ibis Budget en Chile, y la marca Ibis Styles (además de las mencionadas anteriormente) en Perú. Dichas marcas representan una hotelería de dos o tres estrellas de estándar internacional, ofreciendo un producto de alta calidad a precios competitivos. El gestor opera más de 3.500 hoteles en más de 92 países.
- Desde 2017, la sociedad cuenta con seis hoteles en operación en Iquique, Copiapó y Calama (dos por ciudad). Además, se encuentra construyendo cuatro hoteles (uno en Chile y tres en Perú) con entrada en operación estimada para 2019 (2) y 2020 (2). A lo anterior, se suman 3 proyectos en desarrollo cuyo inicio de operación sería durante 2021.
- Los hoteles que se encuentran operativos evidenciaron una tasa promedio de ocupación del 36,2% durante 2018, cifra en línea con lo presupuestado por la compañía. Asimismo, a marzo de 2019, la tasa de ocupación promedio alcanzó un 49,8% (43,6% a igual periodo de 2018).
- Adicionalmente, de manera relevante, la compañía anunció que ingresaría al negocio de Renta Residencial. Al respecto, el plan considera la construcción de cinco edificios de entre 250 y 300 unidades por un monto total de U.F. 2,5 millones. La compañía ya tiene un terreno en la comuna de La Florida y cuenta con la promesa de compra para otros dos.
- La participación de Ingevec en el proyecto será de un 50% y para su financiamiento utilizaría un *mix* de aportes de capital y deuda financiera.
- Feller Rate considera favorable la diversificación de negocios de la compañía al incorporar el negocio hotelero y de renta residencial. No obstante, estos pertenecen a industrias altamente atomizadas, competitivas y con distinto grado de sensibilidad al ciclo económico, por lo cual se seguirá las tasas de ocupación de los respectivos hoteles y edificaciones, además de su adecuación al mercado actual.

Plan de inversiones generará un mayor nivel de endeudamiento, no obstante, sin afectar de manera relevante su posición financiera

- El actual plan de inversiones de la compañía, a ejecutarse entre los años 2019 y 2022, considera la gestión y desarrollo de proyectos en los negocios inmobiliario, de renta residencial y/u hoteles, los cuales serán financiados mediante un *mix* de aportes de capital y endeudamiento financiero. Al respecto, el plan incorporaría un incremento en la deuda financiera en torno a U.F. 1 millón, lo que presionará transitoriamente los indicadores crediticios, a la espera de la entrada en operación y maduración de los proyectos en cartera.
- En opinión de Feller Rate, la recuperación de los márgenes evidenciada en los últimos periodos en el segmento de I&C, sumado a la capacidad de gestión de la compañía, le permitirían enfrentar el desarrollo de su actual plan estratégico sin afectar de manera relevante su posición financiera. Al respecto, Feller Rate espera que la compañía alcance un *peak* de endeudamiento entre los años 2019 y 2020, para luego, en el mediano plazo, volver a niveles acordes con la clasificación de riesgo actual.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Participación en una industria cíclica, atomizada y competitiva

➤ Las industrias de Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria tienen 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.

— SECTOR CONSTRUCCIÓN

➤ 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 hacen 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 segmento de construcción se caracteriza por márgenes estrechos, asociados principalmente al desarrollo de proyectos y obras que suelen realizarse bajo la modalidad "llave en mano" y sobre la base de contratos a precio fijo, recibiendo flujos de pago por parte de los clientes según su grado de avance y cumplimiento alcanzado en las obras. Esto, resultando en la existencia de riesgos de sobrecostos y posibles contingencias.

— SECTOR INMOBILIARIO

➤ 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, 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.

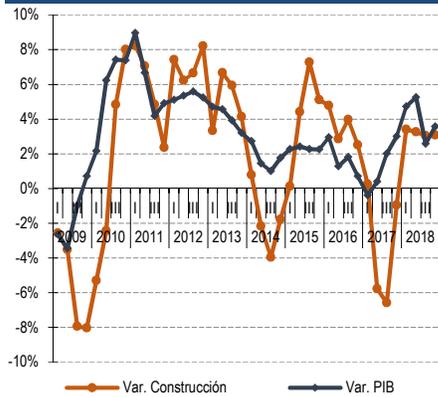
I&C: en 2018 se evidenció un crecimiento constante en la actividad de construcción en conjunto con mayores niveles de inversiones proyectadas

➤ La inversión en la construcción presentó una constante disminución en su crecimiento entre 2013 a 2014 y, posteriormente, registró tasas de decrecimiento hasta alcanzar en 2017 una caída anual del 4,6%.

Lo anterior, proveniente, en casi todos los periodos, de disminuciones en el segmento de infraestructura, en línea con el escenario económico del país. Esto, fue compensado por crecimientos en el segmento inmobiliario, exceptuando 2014, debido a una mayor inversión privada.

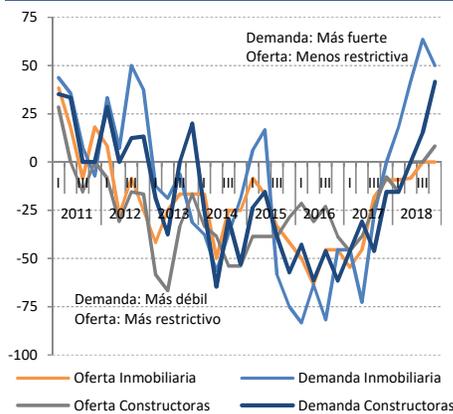
➤ A fines de 2018, bajo cifras entregadas por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), la inversión en construcción se incrementó un 3,8% en comparación a 2017. Ello, debido a un aumento tanto en el segmento inmobiliario (4,2%) como en infraestructura (4,7%), ambos potenciados mayoritariamente por el sector privado.

Mayor dinamismo en la industria



Fuente: Banco Central de Chile.

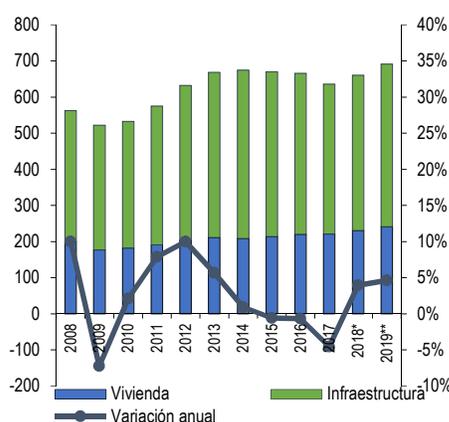
Condiciones en la demanda de créditos en el sector construcción menos restrictiva



Fuente: Banco Central de Chile, encuesta de créditos bancarios.

Evolución de la inversión en construcción

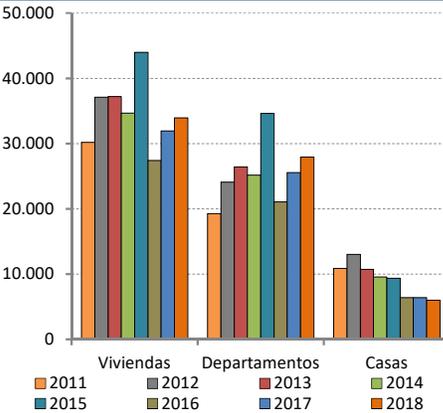
Cifras en millones de U.F.



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Ventas de departamentos y casas en el Gran Santiago



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

- Asimismo, en 2018, el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) de diciembre evidenció un aumento del 0,7% en comparación de igual periodo de 2017. Esto, en línea con la tendencia al alza evidenciada durante el año, con lo cual, considerando 12 meses, alcanzó un incremento del 2,4%.
- Durante 2019, se prevé un escenario más favorable, con mejores expectativas de inversión, tanto en el sector de infraestructura como de vivienda, alcanzando una estimación del crecimiento anual del 4,6% (bajo el escenario base).

Sector Inmobiliario: crecimiento en los niveles de escrituración acorde a lo esperado

- A diciembre de 2017, se vendieron 31.934 viviendas, un 16,5% más que 2016. A su vez, se observó que la venta de departamentos registró un fuerte crecimiento (21,5%), acorde a lo esperado, que compensó la leve caída en las ventas de casas (0,1%).
- Según información de la CChC, a diciembre de 2018, la superficie de los permisos de edificación aprobados se incrementó un 8,5% en comparación de diciembre de 2017. Al respecto el crecimiento proviene de los permisos habitacionales evidenciando una mayor oferta de proyectos a futuro.
- A fines de 2018, se observó un crecimiento anual en las ventas de viviendas en el Gran Santiago del 6,3%, debido mayoritariamente a un alza en la actividad durante el segundo y tercer trimestre del año en comparación a igual periodo de 2017. A su vez, el aumento proviene principalmente del segmento de departamentos (9,3%) que mitigó la caída del 5,6% anual registrada en casas.

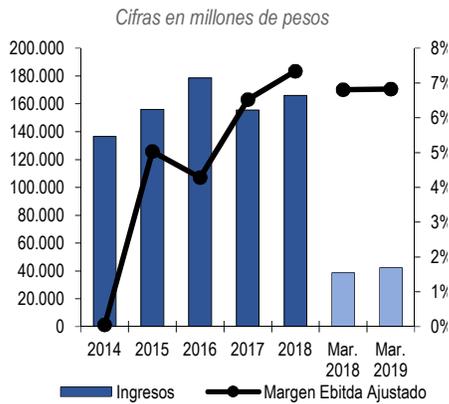
Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA *INTERMEDIA*

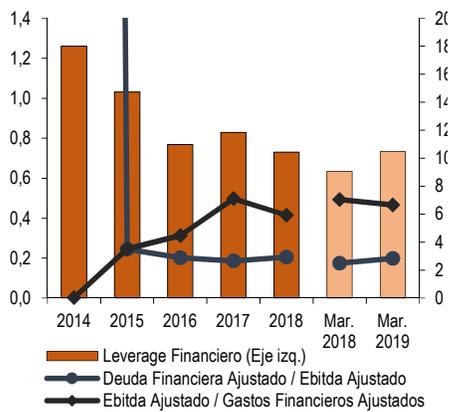
Resultados y márgenes:

Mantenimiento en márgenes operacionales del segmento I&C, tras presiones en años anteriores

Ingresos y márgenes consolidados

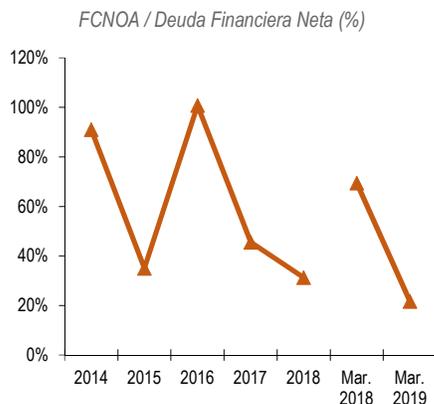


Índices de endeudamiento



(*)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 a los volúmenes de operación que obtenga, asociados a los ciclos macroeconómicos y al nivel de competencia de la industria. Además, los resultados se ven influenciados por el nivel de participación en proyectos con consorcios, entre otros factores.
- Por otro lado, en el área de I&C, Ingevec utiliza una política de reconocimiento de ingresos de acuerdo con el 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 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 consolidados de la compañía se encuentran concentrados en el segmento de I&C, tras la decisión de la entidad de desarrollar los proyectos inmobiliarios mayoritariamente mediante consorcios, los cuales no consolidan.
- En los últimos años, los resultados de la compañía han evidenciado una tendencia positiva, relacionado, mayoritariamente, a la paulatina mejoría de los márgenes operativos en el segmento de I&C.
- A diciembre de 2018, los ingresos consolidados de Ingevec registraron un incremento de un 6,7% respecto de igual periodo de 2017, alcanzando los \$ 165.949 millones. Esto, explicado mayoritariamente por el incremento en la actividad de I&C, lo que más que compensó los menores ingresos asociados a honorarios de gestión por el control y ejecución de diferentes proyectos con terceros y consorcios.
- Asimismo, el Ebitda ajustado (incluyendo el resultado neto en asociadas, descontando los costos financieros incluidos en costo de venta y considerando los costos por arriendos operativos) de la compañía exhibió un aumento de un 20%, hasta alcanzar los \$ 12.178 millones. Ello, evidencia las mayores eficiencias en el segmento I&C, en conjunto con el menor nivel de escrituración en proyectos con terceros y el resultado registrado en el segmento hotelero, aún en etapa de maduración.

A igual periodo, el margen Ebitda ajustado alcanzó un 7,3%, en comparación con un 6,5% registrado al cierre de 2017.

- A marzo de 2019, los ingresos consolidados alcanzaron los \$ 42.299 millones, registrando un aumento del 9,6% respecto de marzo de 2018. Lo anterior, debido principalmente a mayores ingresos en el segmento I&C, asociado a un mayor nivel de contratos adjudicados, sumado a los mayores ingresos por honorarios del segmento inmobiliario y los menores ingresos del negocio hotelero.

Por su parte, el margen Ebitda ajustado alcanzó un 7%, desde un 6,8% registrado en marzo de 2018. Ello, refleja principalmente un mayor nivel de escrituración y mejores márgenes de los proyectos con terceros, con una menor relevancia de los proyectos del norte, los cuales han impactado los márgenes de los últimos años.

Estructura de capital y coberturas:

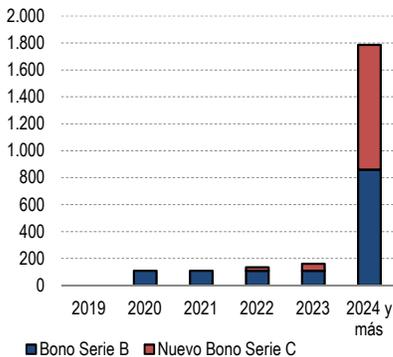
Plan de inversiones resultará, transitoriamente, en un mayor nivel de endeudamiento

- 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 están focalizadas en la participación que mantiene en los consorcios para el desarrollo inmobiliario y hotelero.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Perfil de amortización: obligaciones con el público

Cifras en miles de U.F.



- El plan de crecimiento que ha realizado la entidad ha considerado una estrategia de financiamiento mediante un *mix* de aportes de capital y emisión de deuda financiera. Al respecto, en la primera mitad 2018 la compañía concretó de manera exitosa un aumento de capital que permitió recaudar \$ 15.030 millones. Además, en octubre de igual año colocó un bono corporativo por U.F. 1,3 millones, cuyos fondos fueron utilizados para el prepago del bono Serie A y de otros pasivos financieros de corto plazo, y para solventar inversiones en el área inmobiliaria.
- Lo anterior, permitió a la compañía una mayor holgura en términos de amortización para los próximos periodos. A marzo de 2019, la deuda financiera de la entidad estaba estructurada en un 94,2% en el largo plazo y correspondía, mayoritariamente, a bonos corporativos (94,6%) y, en menor medida, a arriendos operativos asociados a la norma IFRS 16 (4,5%) y a *leasings* financieros (0,9%).
- Al primer trimestre de 2019, el *stock* de deuda financiera alcanzaba los \$ 37.117 millones, esto es, un 38,3% mayor que lo registrado a marzo de 2018. Sin considerar las obligaciones financieras por arrendamientos operativos (deuda financiera ajustada), el *stock* de deuda financiera alcanzaba los \$ 35.441 millones, lo que corresponde a un incremento anual de un 32,1%.
- A igual periodo, el indicador de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado alcanzó las 1,7 veces, cifra mayor a lo registrado en igual periodo de 2018 (1,2 veces), como consecuencia, principalmente, del mayor endeudamiento, parcialmente compensado por la mayor generación de Ebitda ajustado.

A su vez, la cobertura de gastos financieros ajustados alcanzó las 6,8 veces, lo que se compara positivamente con el promedio de 4,2 veces registrado por la compañía en los últimos cinco años.

- Por otro lado, el actual plan de inversiones de la compañía le significará mayores necesidades de financiamiento vía emisión de deuda, lo que resultará en presiones transitorias sobre los indicadores crediticios. No obstante, considerando la mantención en los márgenes operativos evidenciada en los últimos periodos, en particular en el segmento de I&C, sumado a una adecuada gestión de los proyectos en cartera, Feller Rate espera que Ingevec alcance un *peak* de endeudamiento financiero entre los años 2019-2020, para luego, en el mediano plazo, retornar a indicadores de cobertura en línea con lo registrado por la compañía en los últimos periodos.

Liquidez: Satisfactoria

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Satisfactoria". Esto, considera, a marzo de 2019, un nivel de caja y equivalentes de \$ 13.688 millones, de los cuales una parte corresponde a una cuenta de reserva de servicio a la deuda asociada al bono Serie B. A su vez, incorpora una generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) que, considerando 12 meses, alcanzaba los \$ 5.065 millones.

En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera de corto plazo por \$ 2.143 millones.

- 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 2011 y 2012, lo cual ha favorecido su posición de liquidez.
- 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 sus negocios inmobiliarios, de hoteles y de renta residencial, ya sea como capital de trabajo para su desarrollo o bien, en la adquisición de participaciones en las distintas sociedades en que participa junto a terceros.

Al respecto, para el financiamiento de su plan estratégico cuenta con una adecuada capacidad de acceso al mercado financiero, reflejado en las recientes colocaciones de bonos corporativos, lo que favorece su posición de liquidez.

- 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 adicionales sobre su perfil financiero.

Solvencia
Perspectivas

BBB
Estables

Clasificación de títulos accionarios: Primera Clase Nivel 3

- La clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 3" 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- quienes en conjunto poseen el 42,06% de la propiedad, a través de tres sociedades, y a ejecutivos de la compañía que mantienen un 11,93%, por medio de cinco sociedades.
- En cuanto a la liquidez de los títulos, la compañía exhibe indicadores de presencia de 9,44% y una rotación de 12,13%, a abril de 2019.
- El Directorio de la compañía está conformado por siete miembros, dos 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	29 Mayo 2015	31 Mayo 2016	2 Sep. 2016	31 Mayo 2017	31 Mayo 2018	31 Mayo 2019
Perspectivas	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB
Líneas bonos N° 751	Estables	Estables	Estables	Estables	Positivas	Estables
Acciones	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB
	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3			

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Mar. 2018	Mar. 2019
Ingresos Ordinarios	101.129	144.750	136.665	156.037	178.534	155.546	165.949	38.610	42.299
Ebitda ⁽¹⁾	3.340	5.635	-1.198	4.816	6.316	6.886	10.092	2.320	2.407
Ebitda Ajustado ⁽²⁾	3.943	4.924	69	7.861	7.646	10.150	12.178	2.629	2.946
Resultado Operacional	2.911	5.174	-1.728	3.330	4.648	5.527	8.236	1.902	1.863
Ingresos Financieros	217	246	269	326	564	208	384	52	61
Gastos Financieros	-473	-1.217	-1.543	-1.728	-1.711	-1.429	-2.051	-351	-169
Gastos Financieros Ajustados ⁽³⁾	-1.045	-1.746	-1.970	-2.228	-1.711	-1.429	-2.051	-351	-140
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	1.848	2.376	-2.610	3.319	3.569	5.864	7.113	1.523	1.791
Flujo Caja Neto de la Operación	-11.812	1.237	18.925	5.572	12.912	9.252	5.206	267	126
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) ⁽⁴⁾	-11.827	1.308	18.925	5.572	12.912	9.252	5.206	267	126
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁵⁾	-11.858	-259	17.650	3.844	11.205	9.252	3.866	199	-429
Inversiones en Activos fijos Netas	-993	-1.588	-453	-1.481	-1.436	-2.188	-2.361	-256	-637
Inversiones en Acciones	-3.342	-6.724	-1.706	727	-848	-5.210	-2.044	-10	-1.517
Flujo de Caja Libre Operacional	-16.193	-8.571	15.491	3.090	8.921	1.854	-539	-67	-2.583
Dividendos pagados	-1.189	-799	-979		-1.327	-1.428	-2.479	-2.346	
Flujo de Caja Disponible	-17.381	-9.369	14.512	3.090	7.593	426	-3.018	-2.413	-2.583
Movimiento en Empresas Relacionadas	566	-3.406	-4.995	-2.981	-4.703	-5.261	-9.261	-728	-3.194
Otros movimientos de inversiones	822	-73	1.557	3.615	2.533	170	1.271		400
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-15.993	-12.847	11.074	3.724	5.423	-4.665	-11.008	-3.141	-5.377
Variación de capital patrimonial	12.506	22.408					14.573	9.695	
Variación de deudas financieras	3.396	-5.612	-7.205	-2.165	-8.124	1.947	7.017	-504	-63
Otros movimientos de financiamiento	-216	-58							
Financiamiento con EERR		866	-1.978	59	418	-23	1.934	1.245	60
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-307	4.757	1.890	1.619	-2.283	-2.742	12.517	7.296	-5.380
Caja Inicial	3.617	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	6.551	6.551	19.068
Caja Final	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	6.551	19.068	13.847	13.688
Caja y equivalentes	3.310	8.067	9.957	11.576	9.293	6.551	19.068	13.847	13.688
Cuentas por Cobrar Clientes	24.683	27.501	18.475	18.358	18.065	23.646	27.678	23.409	26.027
Inventario	25.638	27.607	13.989	11.075	3.634	1.941	2.687	2.564	987
Deuda Financiera	22.986	38.068	30.732	27.517	22.103	26.859	35.713	26.837	37.117
Deuda Financiera Ajustada ⁽⁶⁾	22.986	38.068	30.732	27.517	22.103	26.859	35.713	26.837	35.441
Activos clasificados para la venta	501	26	505	2.418	619				
Activos Totales	73.565	93.162	78.424	77.084	74.770	89.035	118.423	98.340	120.439
Pasivos Totales	47.338	65.713	54.053	50.401	46.019	56.634	69.572	55.977	69.834
Patrimonio + Interés Minoritario	26.228	27.449	24.371	26.684	28.751	32.401	48.851	42.363	50.606

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

(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 (desde 2012) - costos financieros asociados a IFRS 16 (desde 2019).

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

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

(5) 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.

(6) Deuda Financiera Ajustada = Deuda financiera total – deuda financiera asociada a la implementación de IFRS 16.

Principales Indicadores Financieros

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Mar. 2018	Mar. 2019
Margen Bruto	8,4%	7,5%	2,7%	6,1%	6,5%	7,9%	9,4%	9,7%	9,4%
Margen Operacional (%)	2,9%	3,6%	-1,3%	2,1%	2,6%	3,6%	5,0%	4,9%	4,4%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	3,3%	3,9%	-0,9%	3,1%	3,5%	4,4%	6,1%	6,0%	5,7%
Margen Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (%)	3,9%	3,4%	0,1%	5,0%	4,3%	6,5%	7,3%	6,8%	7,0%
Rentabilidad Patrimonial (%)	7,0%	8,7%	-10,7%	12,4%	12,4%	18,1%	14,6%	14,6%	14,6%
Costo/Ventas	91,6%	92,5%	97,3%	93,9%	93,5%	92,1%	90,6%	90,3%	90,6%
Gav/Ventas	5,6%	3,9%	4,0%	4,0%	3,9%	4,3%	4,4%	4,8%	5,0%
Días de Cobro	87,9	68,4	48,7	42,4	36,4	54,7	60,0	53,3	55,2
Días de Pago	52,0	51,8	38,4	33,0	35,1	47,4	50,1	45,8	43,0
Días de Inventario	99,7	74,2	37,9	27,2	7,8	4,9	6,4	6,4	2,3
Endeudamiento total	1,8	2,4	2,2	1,9	1,6	1,7	1,4	1,3	1,4
Endeudamiento financiero	0,9	1,4	1,3	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7
Endeudamiento Financiero Neto	0,8	1,1	0,9	0,6	0,4	0,6	0,3	0,3	0,5
Endeudamiento Financiero Ajustado	0,9	1,4	1,3	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	0,8	1,1	0,9	0,6	0,4	0,6	0,3	0,3	0,4
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	6,9	6,8	-25,6	5,7	3,5	3,9	3,5	3,4	3,6
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (vc)	5,8	7,7	445,7	3,5	2,9	2,6	2,9	2,5	2,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	5,9	5,3	-17,3	3,3	2,0	2,9	1,6	1,6	2,3
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (vc)	5,0	6,1	301,3	2,0	1,7	2,0	1,4	1,2	1,7
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	7,1	4,6	-0,8	2,8	3,7	4,8	4,9	5,2	5,4
Ebitda Ajustado ⁽²⁾ / Gastos Financieros Ajustados ⁽³⁾ (vc)	3,8	2,8	0,0	3,5	4,5	7,1	5,9	7,0	6,8
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera (%)	-51,5%	3,4%	61,6%	20,3%	58,4%	34,4%	14,6%	33,6%	13,6%
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	-60,1%	4,4%	91,1%	35,0%	100,8%	45,6%	31,3%	69,4%	21,6%
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera Aj. (%)	-51,5%	3,4%	61,6%	20,3%	58,4%	34,4%	14,6%	33,6%	14,3%
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera Neta Aj. (%)	-60,1%	4,4%	91,1%	35,0%	100,8%	45,6%	31,3%	69,4%	23,3%
Liquidez Corriente (vc)	1,4	1,7	1,6	2,0	1,5	1,0	1,6	1,2	1,5

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

(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 (desde 2012).

(3) Gastos financieros ajustados = gastos financieros + gastos financieros activados (desde 2010) – gastos financieros asociados a la implementación de IFRS 16 (desde 2019).

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

Características de los Instrumentos

ACCIONES ⁽¹⁾

Presencia Ajustada	9,44%
Free Float	34,07%
Rotación	12,13%
Política de dividendos efectiva	40% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales	<5,0%
Directores Independientes	1 de 7

(1) Abril de 2019.

LÍNEA DE BONOS

Número de Inscripción	914
Fecha de inscripción	03-10-2018
Monto	U.F. 1,3 millones
Plazo de la línea	10 años

Series inscritas al amparo de la línea	B
Conversión	No contempla
Garantías	Constitución de Inmobiliaria Ingevec S.A. en fiadora y codeudora solidaria de las obligaciones que contraiga el Emisor en relación con los bonos que sean emitidos con cargo a la Línea.
Rescate anticipado	Según se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Resguardos	Suficientes

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

	Serie B
Al amparo de Línea de Bonos	914
Monto de la Emisión	U.F. 1,3 millón
Plazo de amortización	12 cupones semestrales a partir del 10 de marzo de 2020
Fecha de Vencimiento	10-09-2025
Intereses	3,3% anual, compuesta semestralmente
Rescate Anticipado	A partir del 10 de marzo de 2020

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.

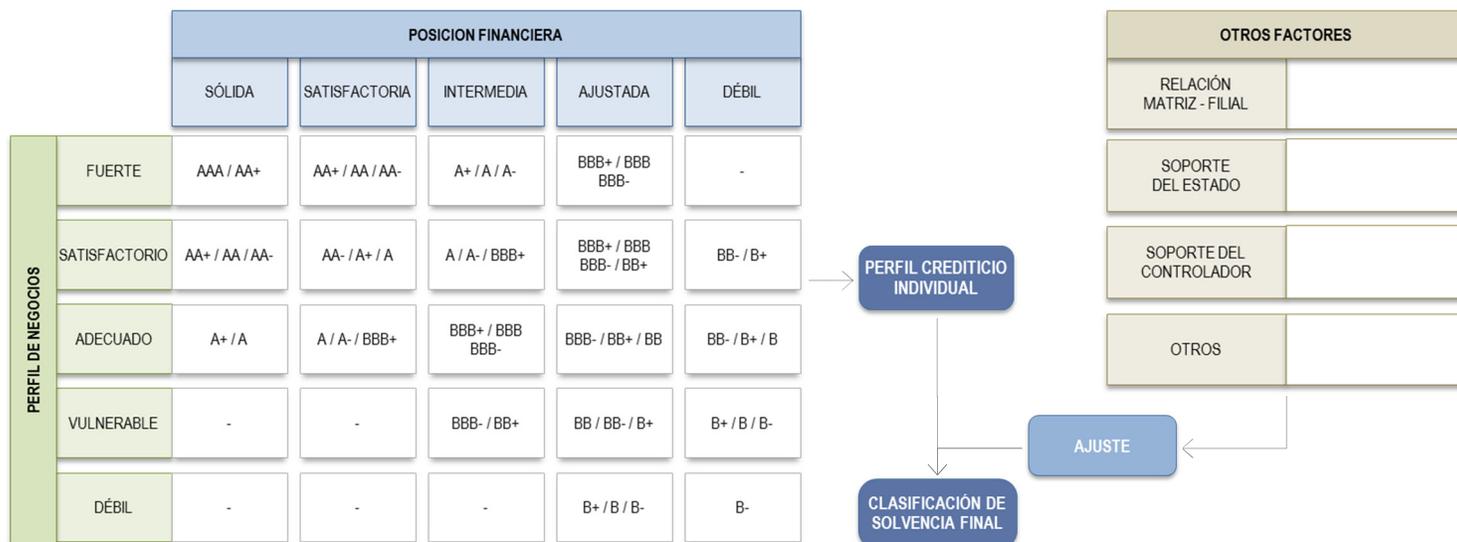
CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada

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 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.

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.