



ACCIÓN DE RATING

6 de mayo, 2022

[Reseña anual de clasificación](#)

RATINGS

Ingevec S.A.

Solvencia y bonos	BBB+
Títulos accionarios	Nivel 3
Tendencia	Estable
Estados financieros	4Q-2021

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Directora Senior de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgadillo +56 2 2896 8211
Analista Senior de Corporaciones
idelgadillo@icrchile.cl

Ingevec S.A.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría BBB+/Estable la clasificación de solvencia y bonos de Ingevec S.A., y en Primera Clase Nivel 3 la clasificación de sus títulos accionarios, sustentado en la estabilidad de la evolución de los factores relacionados a su negocio respecto a la última revisión, que incluyen el reconocimiento de marca y el grado de experiencia, junto con la diversificación, el proceso de control de proyectos, la estructura de contratos de construcción, el modelo de operación verticalmente integrado del área inmobiliaria, y la gestión del banco de terrenos para el desarrollo de proyectos. A lo anterior se suma la fortaleza financiera de la compañía, que continuamos categorizando en un nivel “superior”.

La consideración de la construcción privada como actividad segura por parte de la autoridad sanitaria en el contexto de pandemia, permitió reanudar obras en el segundo semestre de 2020, lo que se tradujo en una rápida reactivación de la industria, puesto que la demanda inmobiliaria también dio cuenta de un fuerte dinamismo. Este escenario, que se mantuvo en gran parte de 2021, explicó que la facturación de Ingevec se incrementara 69,1% entre 2020 y 2021, impulsada por los ingresos de la unidad de construcción, que aumentó 72,4%. Dado esto, los resultados de la compañía superaron los niveles observados previo a la pandemia.

Sin embargo, continuamos identificando factores de riesgo para la industria, que están asociados particularmente a la reducción de la demanda habitacional por las mayores condiciones para acceder al financiamiento hipotecario, junto con las presiones sobre los márgenes procedentes de los mayores costos de la construcción. Esto ocurre en un entorno de incertidumbre económica y política que, eventualmente, podría impactar negativamente en los niveles de inversión del sector. De este modo, será clave para la evolución de los resultados de mediano plazo de la compañía la recuperación de la actividad comercial dentro del sector inmobiliario, teniendo en cuenta la alta exposición de Ingevec al segmento habitacional, así como también la diversificación hacia otros segmentos con perspectivas de mayor actividad en los próximos períodos. De todas formas, destacamos que su *backlog* se encuentre en niveles altos, implicando que una fracción importante de la actividad de los próximos años ya se encontraría comprometida.

Para el caso de Ingevec, la evaluación del riesgo del negocio indica que la clasificación de la compañía se inclina hacia categoría BBB. Por otra parte, la evaluación de la fortaleza financiera en un nivel “superior” eleva dicha clasificación en un *notch*, lo que conduce a un rating final de solvencia y bonos en categoría BBB+. La clasificación de los títulos accionarios en Primera Clase Nivel 3, en tanto, obedece a la presencia bursátil que alcanzan los instrumentos (con BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa en calidad de *market maker*), al *floating* de los papeles (aproximadamente 48,2%) y el rating de solvencia de la compañía (categoría BBB+).

Perfil de la Empresa

Ingevec es una compañía constructora e inmobiliaria, que participa en el mercado local desde 1983. A través de su unidad de construcción, la empresa presta servicios tanto al sector privado como público, a lo largo del territorio nacional, enfocándose principalmente en el segmento habitacional. En el área inmobiliaria, Ingevec participa principalmente como inversionista, gestor y desarrollador de proyectos inmobiliarios en asociación con terceros, con porcentajes de propiedad que varían entre 15% y 50%.

Además, la compañía cuenta con la unidad de inversiones y rentas, la cual se ha enfocado principalmente en el desarrollo de proyectos hoteleros mediante una asociación con Accor. Finalmente, Ingevec ha estructurado su participación en renta residencial mediante la conformación de un fondo público en conjunto con Larraín Vial AGF, el cual tiene una cartera de siete proyectos y su operación estará a cargo de Asset Plan.

Respecto a la estructura de propiedad, el grupo controlador concentraba el 51,78% del capital de la compañía al cierre de 2021, y está compuesto por siete accionistas. El grupo cuenta con un acuerdo de actuación conjunta, suscrito el 27 de julio de 2020.

Industria de desarrollo inmobiliario y construcción en Chile

Pese a la recuperación de la industria durante 2021, se identifican nuevos factores de riesgo dentro del corto y mediano plazo

Durante 2021, la industria de construcción y desarrollo inmobiliario evidenció una reactivación significativa en la medida que las restricciones sanitarias se fueron flexibilizando, y la pandemia comenzó a representar un escenario menos incierto respecto a lo observado en la primera mitad de 2020. No obstante, nuevos desafíos han surgido, los que ya han generado efectos negativos en los niveles de actividad.

Respecto a la construcción, el contexto político y económico ha pausado ciertas decisiones de inversión, lo que podría afectar negativamente en la facturación de las empresas que desarrollan este negocio dentro del mediano plazo, si es que los niveles de *backlog* de contratos comienzan a reducirse en la medida que se ejecutan, y no se incorporan nuevas adjudicaciones a la cartera de proyectos. De acuerdo con las estimaciones de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), la inversión en construcción podría contraerse 3% en la banda baja de la proyección, lo que aún representa una reducción relativamente menor respecto a lo observado en 2020 (-8,8%), pero que eventualmente podría ser susceptible a variar teniendo en cuenta la alta incertidumbre sobre las principales variables económicas y políticas.

En cuanto al desarrollo inmobiliario, las mayores restricciones para el acceso al crédito condujeron a un ajuste inmediato en la demanda a partir de octubre de 2021, el que se mantuvo durante los dos primeros meses de 2022. En particular, el monto de departamentos promesados (en UF) en la Región Metropolitana en el mes de enero de 2022 decreció 40% respecto a igual mes del año anterior, mientras que en febrero la reducción llegó a 53%, en base a cifras de Infolnmobiliario. Lo anterior calza con los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario realizada por el Banco Central, que muestra que la fracción de bancos que reportó una percepción de debilitamiento de la demanda por créditos hipotecarios pasó desde 36,4% al 3Q-21 hasta 72,7% al 1Q-22.

El escenario de menor demanda representa un desafío para las empresas inmobiliarias, dada la limitación en la capacidad de traspasar a precios el mayor nivel de costos de construcción, determinados por precios de insumos más altos, escasez de mano de obra en algunas especialidades, y la eliminación progresiva del crédito especial de IVA a la construcción. Asimismo, de continuar un contexto de mayores restricciones para el

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Inversiones Los Cipreses Limitada	13,40%
Asesorías e Inversiones Isasa Limitada	13,40%
Inversiones y Asesorías Marara Limitada	13,40%
BTG Pactual Small Cap Chile FI (cuenta nueva)	13,30%
Banchile AGF S.A.	8,38%
Compass Small Cap Chile FI	8,27%
BCI Small Cap Chile FI	5,55%
Siglo XXI FI	2,95%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	2,79%
Asesorías en inversiones Desarrollos del Maipo Limitada	2,70%
BTG Pactual Chile S.A. Corredora de Bolsa	2,69%
Inversiones y Asesorías Génesis Limitada	2,63%

Fuente: CMF a marzo de 2022

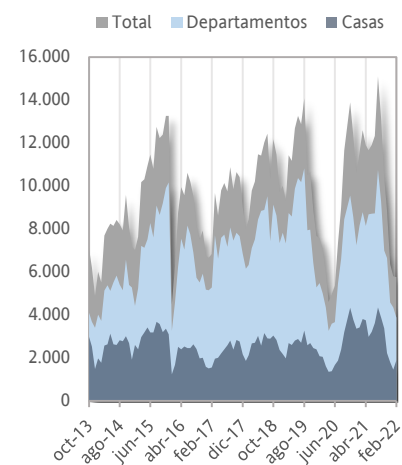
DIRECTORIO

Enrique Besa J-H.	Presidente
José Antonio Bustamante B.	Director
Francisco Vial B.	Director
Ricardo Balocchi H.	Director
Paola Assael M.	Director independiente
Darío Amenábar Z.	Director independiente
Roberto Perales G.	Director independiente

Fuente: CMF a través de hecho esencial.

Industria inmobiliaria: restricciones de acceso al financiamiento hipotecario e incertidumbre local ajustaron el nivel de promesas

Evolución promesas mensuales RM hasta febrero de 2022 (MUF)



Fuente: Infolnmobiliario.

acceso al financiamiento hipotecario, la tasa de desistimientos podría incrementarse, lo que representaría otro factor de riesgo para las empresas inmobiliarias.

Destacamos que, por el momento, los equilibrios del sector no se han deteriorado, y la oferta se ha ido ajustando oportunamente a la evolución de la demanda. Sin embargo, la decisión de ser más cautos con los lanzamientos de proyectos y con los inicios de construcción podría generar eventuales presiones en la actividad de mediano plazo, si es que la recuperación de la demanda supera al stock disponible para venta. Así, las decisiones de la oferta y el comportamiento de la demanda durante los próximos meses serán clave para proyectar los resultados del sector dentro del mediano plazo.

Clasificación de riesgo del negocio: **BBB**

Ingevec cuenta con alto reconocimiento de marca y buen grado de experiencia

El alto grado de experiencia y reconocimiento de marca han permitido a la compañía posicionarse como un actor relevante dentro de la industria, contando con presencia en varias regiones del país, pero con foco en la Región Metropolitana. De acuerdo con información publicada por la CChC, análisis internos de la compañía y otras fuentes, Ingevec estimó en 3,3% su participación en el sector de ingeniería y construcción a junio de 2021, y en 1,59% su *market share* del segmento inmobiliario a nivel nacional, porcentajes calculados dentro del mercado objetivo de la empresa.

Si bien Ingevec cuenta con tres grandes líneas de negocios, el grado de diversificación está circunscrito principalmente en el segmento habitacional

Consideramos que la compañía mantiene un grado adecuado de diversificación por líneas de negocios, aunque su actividad está mayormente concentrada en la construcción y desarrollo de proyectos habitacionales, lo que puede representar un mayor grado de exposición a riesgos respecto a otros comparables en contextos donde la demanda habitacional descienda. Si bien en la actualidad se identifica un entorno de menor dinamismo en la demanda inmobiliaria, el déficit estructural de vivienda en el país podría ser considerado como un mitigante parcial respecto a los riesgos de menor actividad, aunque también se debe tener en cuenta el alto grado de correlación del sector con el ciclo económico. Adicionalmente, la operación de hoteles también puede incorporar mayores riesgos, pero la contribución de este segmento a los resultados agregados de Ingevec es relativamente baja, de momento.

En el área inmobiliaria, Ingevec abarca el segmento socioeconómico medio, con viviendas cuyos precios fluctúan entre UF 2.000 y UF 4.000, pero también con una oferta entre UF 1.000 y UF 2.200 relacionada a la vivienda con subsidio (DS19). La construcción, en tanto, incluye una fracción menor de proyectos de infraestructura públicos y privados adicionales a los habitacionales. Finalmente, el desarrollo de hoteles está enfocado hacia un público corporativo, con presencia en Chile y Perú, el que ha mostrado mayor resiliencia respecto a otros segmentos del negocio hotelero (turismo y lujo).

Ingevec cuenta con un proceso de control de proyectos relativamente formalizado

La compañía cuenta con un departamento específico de evaluación de propuestas cuyo objetivo es minimizar los riesgos de planificación y ejecución de proyectos en el área de construcción. Esto es importante dada la alta exposición al ciclo económico que tiene la industria en la que la compañía desarrolla sus actividades. Basados en los niveles de *backlog* con los que cuenta en obras de construcción y desarrollo de proyectos inmobiliarios, opinamos que Ingevec ha dado cuenta de una adecuada capacidad de ajuste de su negocio ante las diferentes contingencias del último tiempo, la que continúa desafiada por los riesgos que persisten para el sector.

ÁREAS DE NEGOCIOS DE INGEVEC

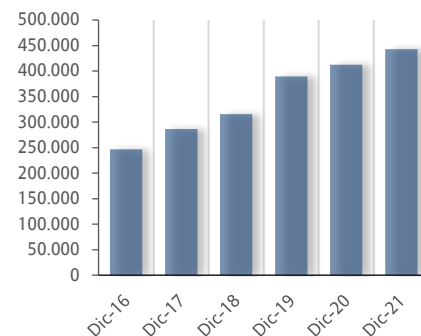
Ingeniería y construcción (I&C): Ofrece servicios de ingeniería y construcción tanto al sector público como al privado, realizando construcciones para el segmento habitacional y no habitacional. Asimismo, la compañía participa como contratista para terceros y empresas relacionadas.

Inmobiliario habitacional: 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.

Inversiones y rentas: El objetivo de esta área de negocio es el funcionamiento de la compañía como vehículo de inversión para el desarrollo de proyectos. En la actualidad, el foco del segmento está en la relación con Accor (Ibis, Ibis Budget e Ibis Styles), destinada al desarrollo de hoteles en Chile y Perú.

Backlog del segmento I&C de Ingevec creció 7,3% entre 2020 y 2021

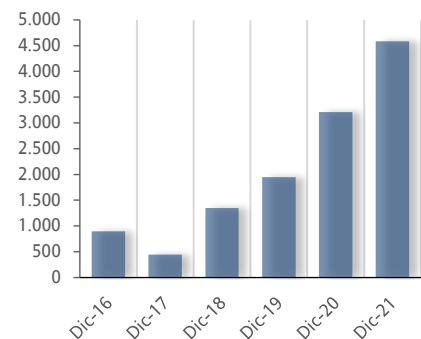
Evolución del *backlog* del segmento ingeniería y construcción (MM\$)



Fuente: Análisis razonado.

Backlog de promesas de compraventa de viviendas de Ingevec creció 42,8% entre 2020 y 2021

Evolución del *backlog* de promesas proporcionales del segmento inmobiliario (MUF)



Fuente: Análisis razonado.

Los márgenes de la empresa se encuentran expuestos a sufrir presiones por eventuales aumentos en costos de insumos dada la estructura de contratos de I&C

Ingevec opera, generalmente, bajo contratos de suma alzada, en los que se especifica un precio fijo por los servicios prestados, y se van ajustando por inflación. Opinamos que esto se transforma en un factor de riesgo importante en contextos de escasez de mano de obra y/o variación en el precio de insumos, lo que puede generar eventuales presiones sobre los márgenes. De hecho, Ingevec capturó en ejercicios anteriores un deterioro significativo en su situación financiera como consecuencia de los sobrecostos en el área de ingeniería y construcción (2012-2014). Si bien lo anterior implicó que la compañía actualizara las estructuras de costos, los plazos de contratos, y los procesos productivos para capturar eficiencias, continuamos considerando este tópico como un factor de riesgo, aún más teniendo en cuenta el actual escenario de alza de costos.

Modelo de operación verticalmente integrado, junto a la gestión de terrenos, son factores que sostienen el posicionamiento de Ingevec en el segmento inmobiliario

El modelo de operación del negocio inmobiliario de Ingevec abarca las diferentes etapas del desarrollo de proyectos que, en nuestra opinión, posibilita la generación de sinergias operativas, y mitiga parcialmente riesgos asociados al desarrollo y construcción de proyectos. Adicionalmente, la compañía contempla dentro de sus objetivos la mantención de un banco de terrenos para el desarrollo de proyectos a lo largo del tiempo, lo que consideramos como relevante para asegurar un nivel de lanzamientos acorde con los movimientos de la demanda inmobiliaria.

Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

Reactivación de la construcción privada impulsó fuertemente la facturación de Ingevec durante 2021

Las restricciones sanitarias que, en su momento, paralizaron las obras de construcción privadas, implicaron que las ventas de Ingevec disminuyeran en un monto relevante durante el 2020, contexto que a su vez implicó algunos sobrecostos para la compañía. Sin embargo, con la flexibilización de las medidas sanitarias, la industria reportó una rápida recuperación, explicando que Ingevec reportara ingresos consolidados por \$215.277 millones en 2021, superando en 69,1% la facturación de 2020.

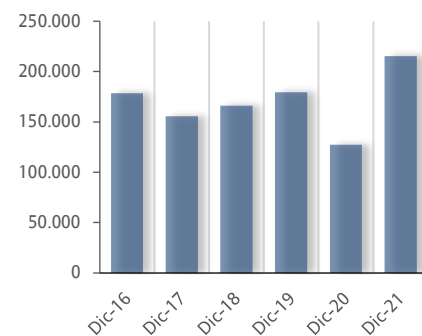
Pese a la fuerte reactivación evidenciada por el sector en 2021, persiste una serie de riesgos que, eventualmente, podrían volver a presionar los resultados de mediano plazo. En particular, un menor nivel de promesas firmadas dentro del corto plazo podría afectar los ingresos de los próximos períodos, a lo que se sumaría la postergación de decisiones de lanzamientos de proyectos e inicios de obras y su efecto en la renovación del *backlog* de construcción. De todos modos, Ingevec cuenta con un *backlog* de promesas por escriturar y de contratos ejecutar en niveles históricamente altos, implicando que una fracción importante de la actividad de los próximos años estaría comprometida.

Entre 2020 y 2021, los ingresos del área de ingeniería y construcción crecieron 72,4%, gracias a la reanudación de obras y nuevos inicios de construcción. Por otra parte, la facturación proporcional del segmento inmobiliario creció 4,5% dentro del período de comparación, lo que estuvo impulsado por la gestión y desarrollo de proyectos inmobiliarios (fracción de ventas del segmento que se consolida en los estados financieros), que logró mitigar el menor nivel de escrituración.

Los ingresos consolidados del segmento de inversiones y rentas, en tanto, evidenciaron una disminución de 44,4%, los que aún mantienen una participación menor dentro de las ventas totales de Ingevec. Cabe mencionar que las ventas consolidadas de esta unidad

Recuperación de la facturación de Ingevec durante 2021, impulsada por la actividad de la constructora

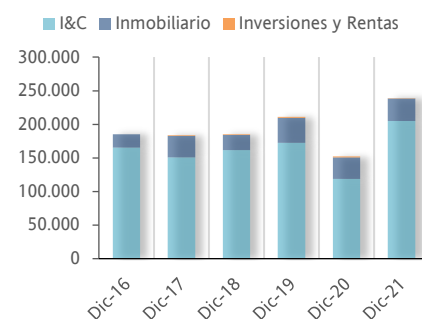
Evolución de ingresos consolidados de Ingevec (MM\$)



Fuente: Análisis razonado.

Ingresos de la unidad de ingeniería y construcción superaron a los niveles prepandemia durante 2021

Evolución de ingresos por unidad de negocios (MM\$)

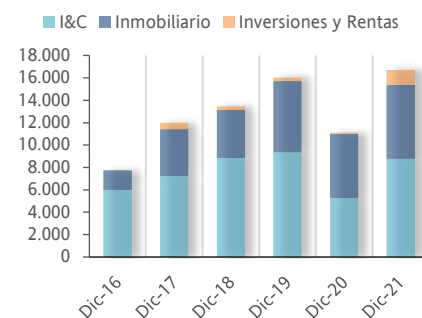


Fuente: Análisis razonado.

Nota: Información del área inmobiliaria es la de participación proporcional por proyecto.

Si bien la contribución de la unidad de rentas es menor respecto a los otros negocios, destaca su crecimiento por mayores niveles de ocupación

Evolución de EBITDA ajustado por unidad de negocios (MM\$)

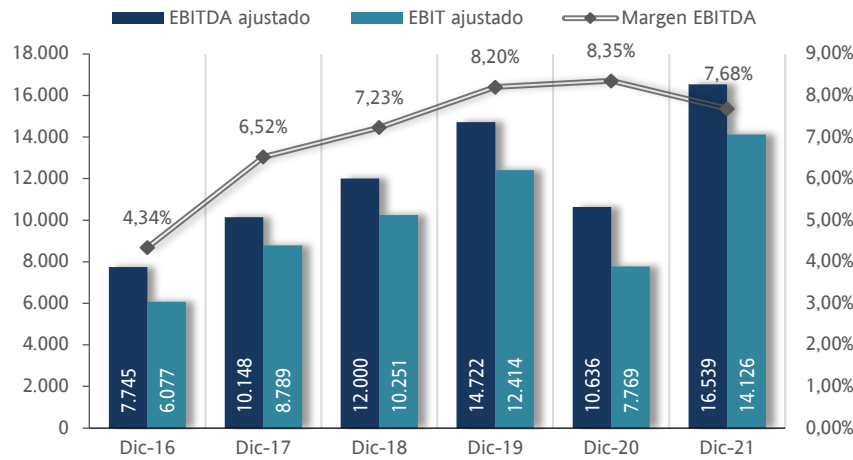


Fuente: Análisis razonado.

Nota: Información del área inmobiliaria es la de participación proporcional por proyecto.

de negocios solo representan honorarios de gestión dentro de los proyectos en los que la compañía participa. En la línea de participación en el resultado de asociadas y negocios conjuntos del segmento (donde se reconoce la actividad de los hoteles), se observó un crecimiento desde una pérdida de \$270 millones hasta una ganancia de \$1.351 millones entre 2020 y 2021, lo que estuvo explicado con la recuperación significativa del nivel de ocupación, que subió desde 39% en el 4Q-20 hasta 63% en el 4Q-21.

Fuerte recuperación en la facturación de la unidad de construcción explicó crecimiento del EBITDA
Evolución EBITDA (MM\$), EBITDA ajustado (MM\$) y margen EBITDA (%) de Ingevec



Fuente: Estados financieros

Si bien los costos de venta aumentaron con el mayor nivel de actividad, la ganancia bruta creció 48,6% entre 2020 y 2021. Dado esto, sumado a una menor razón de gastos de administración sobre ingresos y a un mayor VPP, el EBITDA ajustado¹ de Ingevec creció 55,5% entre 2020 y 2021, llegando a \$16.539 millones. El margen EBITDA ajustado², por su parte, varió desde 8,35% hasta 7,68%, lo que se explica por el mayor peso relativo de la unidad de construcción tras la recuperación de las ventas. Adicionalmente, el EBIT ajustado³ totalizó \$14.126 millones, aumentando 81,8%.

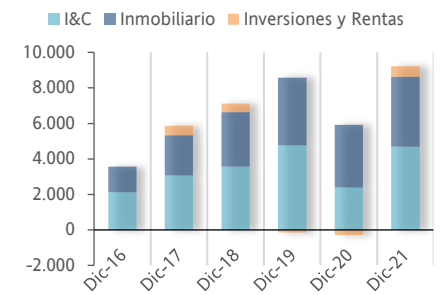
Ingevec reportó una utilidad del ejercicio de \$9.294 millones a diciembre de 2021, aumentando 65,4% en comparación a 2020, lo que se explicó por el mejor resultado operacional, el que fue parcialmente contrarrestado por un menor ingreso financiero, dado el efecto de la recompra parcial de bonos que se capturó en los resultados de 2020.

El flujo operacional⁴ de Ingevec se mantuvo relativamente estable entre 2020 y 2021, llegando a \$10.052 millones (-4,9%), monto que capturó un alza en la recaudación, junto a un mayor pago a proveedores y a empleados. El flujo de inversiones⁵, en tanto, se redujo 17,8% debido a un crecimiento en la compra de participaciones no controladoras, en los préstamos a entidades relacionadas, y en el CAPEX, que fue mitigado por un mayor cobro a entidades relacionadas. Finalmente, el flujo de financiamiento⁶ pasó desde un déficit de \$6.552 millones hasta un superávit de \$2.069 millones, dado el mayor importe de préstamos, el menor reembolso de deuda y el menor pago de dividendos.

Pese a aumento de la deuda durante 2021, indicadores crediticios de Ingevec continuaron sosteniendo una fortaleza financiera categorizada como “superior”

Ingevec reportó una deuda financiera⁷ de \$77.254 millones a diciembre de 2021, aumentando 15,7% respecto a 2020, lo que se explicó por el mayor giro de líneas de corto plazo para capital de trabajo por parte de la constructora. Cabe indicar que el financiamiento de la compañía se realiza principalmente mediante bonos, los que representaron un 77,8% del stock de obligaciones financieras al cierre de 2021.

Utilidad del ejercicio de Ingevec impulsada por la recuperación de la construcción privada
Evolución de resultado del ejercicio por segmento (MM\$)

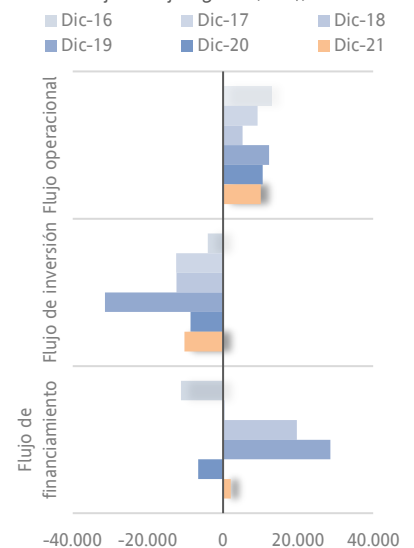


Fuente: Análisis razonado.

Nota: Información del área inmobiliaria es la de participación proporcional por proyecto.

Flujo de financiamiento creció entre 2020 y 2021 por el mayor importe procedente de préstamos y el menor pago de deuda

Evolución flujo de caja Ingevec (MM\$)

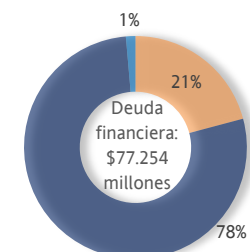


Fuente: Estados financieros.

Deuda financiera de Ingevec compuesta principalmente por bonos

Apertura de deuda financiera de Ingevec (%)

- Préstamos Bancarios
- Obligaciones con el público
- Operaciones por leasing

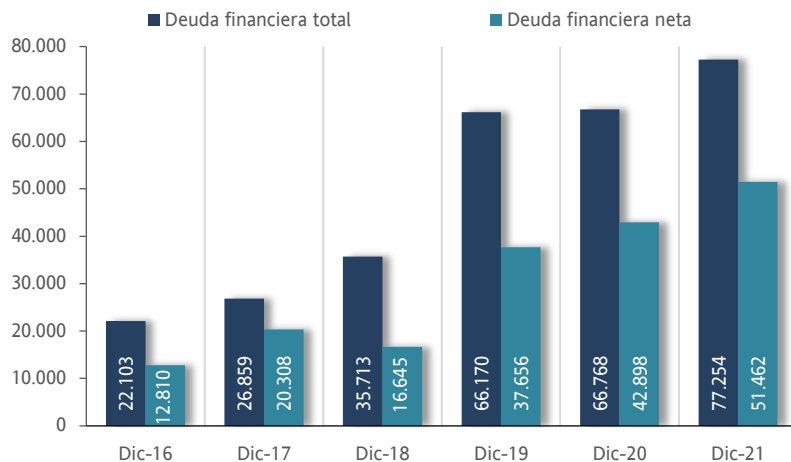


Fuente: Estados financieros

Dada la estructura de la deuda de Ingevec, su perfil de vencimientos se concentra principalmente hacia el mediano y largo plazo. En específico, un 27,3% de las obligaciones financieras reportadas al cierre de 2021 se encontraban clasificadas como corrientes, las que correspondían principalmente a financiamiento bancario.

Giro de líneas por parte de la constructora incrementó 15,7% la deuda financiera entre 2020 y 2021

Evolución de deuda financiera total y neta de Ingevec (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Con lo anterior, junto a la caja al cierre de 2021, una generación de flujo operacional similar a la de 2021, una distribución de dividendos de 50% sobre la utilidad líquida de 2021 según lo aprobado en Junta Ordinaria de Accionistas, y desembolsos recurrentes de CAPEX e impuestos, estimamos que Ingevec cubriría sus obligaciones financieras del corto plazo (RCS⁸). Cabe indicar que, en caso de requerir fondos, la compañía cuenta con una serie de bonos inscrita pero no colocada, y también con acceso a financiamiento bancario para cubrir eventuales requerimientos operacionales de corto plazo.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Endeudamiento total ⁹	1,60	1,57	1,42	1,95	1,91	2,12
Endeudamiento financiero ¹⁰	0,77	0,83	0,73	1,22	1,20	1,24
Endeudamiento financiero neto ¹¹	0,45	0,63	0,34	0,69	0,77	0,83
Cobertura gastos financieros ajustados ¹²	3,55	6,15	5,00	6,50	2,84	5,27
Cobertura gastos financieros netos ajustados ¹³	5,30	7,20	6,15	7,88	6,60	6,54
Razón circulante ¹⁴	1,53	1,02	1,64	1,49	1,02	0,99
Razón ácida ¹⁵	1,39	0,96	1,56	1,45	0,98	0,95

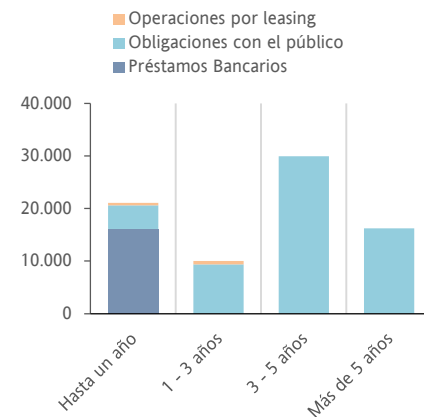
Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Nota: Los indicadores de cobertura de gastos financieros incorporan el costo financiero en costo de venta hasta 2018, puesto que éste dejó de ser reportado en los estados financieros consolidados, al no consolidarse los proyectos inmobiliarios. El costo financiero en inventario no se encuentra disponible, por lo que tampoco está incorporado en el cálculo de los ratios, información que se debe tener en cuenta para temas comparativos con otros emisores del sector.

Los indicadores de endeudamiento de la compañía se incrementaron levemente entre 2020 y 2021, lo que se explicó por un crecimiento de los pasivos y la deuda financiera, que fue parcialmente compensado con un mayor patrimonio. No obstante, consideramos que el cambio en los ratios no es material, y continúa posicionando a la fortaleza financiera de Ingevec en un nivel “superior” respecto a la evaluación de riesgo de su negocio. La cobertura de gastos financieros netos ajustada, en tanto, tampoco presentó cambios materiales, ya que el alza en el EBIT ajustado estuvo acompañada de mayores gastos financieros netos producto de los menores ingresos financieros.

Deuda financiera estructurada de Ingevec principalmente concentrada en el mediano y largo plazo

Perfil de amortización (MM\$)



Fuente: Estados financieros.

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. 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 mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Títulos accionarios

La clasificación en Primera Clase Nivel 3 para los títulos accionarios se sostiene en la constante presencia bursátil (con BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa en calidad de *market maker*), el *floating* (48,2% aproximadamente) y el rating de solvencia de la compañía (categoría BBB+).

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos N^{os} 751 (serie C), 914 (serie B) y 1.080 (serie D). En opinión de ICR, 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

Principales características líneas de bonos vigentes			
	Línea 751	Línea 914	Línea 1.080
Fecha inscripción	12-abr-2013	03-oct-2018	10-jun-2021
Plazo (años)	10	10	10
Monto inscrito	UF 1.000.000	UF 1.300.000	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	UF 870.000	UF 1.025.000	-
Serías vigentes	C	B	D

Fuente: Elaboración propia con información CMF a marzo de 2022.

Principales características series de bonos vigentes			
	Serie B	Serie C	Serie D
Número de inscripción	914	751	1.080
Fecha inscripción	12-oct-2018	20-ago-2019	13-ago-2021
Plazo (años)	6,83	8,67	5
Monto inscrito	UF 1.300.000	UF 1.000.000	UF 800.000
Monto colocado	UF 1.300.000	UF 1.000.000	-
Deuda vigente	UF 1.025.000	UF 870.000	-
Tasa emisión (%)	3,30%	2,40%	-
Vencimiento	10-sep-2025	10-may-2028	-

Fuente: Elaboración propia con información CMF a marzo 2022 y LVA Índices.

A continuación, se presentan los resguardos financieros estipulados en los contratos de bonos:

Principales resguardos financieros bonos vigentes					
Covenant	Exigencia	Mar-21	Jun-21	Sep-21	Dic-21
Endeudamiento financiero neto (número de veces)	<= 1,5 veces	0,74	0,82	0,81	0,90
Patrimonio neto total (UF)	=> UF 1.300.000	1.966.450	2.015.767	2.080.253	2.007.541

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones solvencia y títulos accionarios					
Fecha	Solvencia	Bonos	Títulos accionarios	Tendencia	Motivo
28-abr-2017	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-abr-2018	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
21-ago-2018	BBB+	BBB+	-	Estable	Cambio de clasificación
23-ago-2018	BBB+	BBB+	-	Estable	Nuevo instrumento
30-abr-2019	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación
26-dic-2019	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	Estable	Eventos sociales del país
17-abr-2020	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	En Observación	Efectos del COVID-19 en la industria
15-may-2020	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	En Observación	Reseña anual
14-abr-2021	BBB+	BBB+	-	Estable	Cambio de tendencia
5-may-2021	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
4-ago-2021	BBB+	BBB+	-	Estable	Nuevo instrumento
29-abr-2022	BBB+	BBB+	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la Categoría BBB.

Primera Clase Nivel 3

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

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Activos corrientes	40.188	33.839	56.390	65.240	50.864	74.566
Activos no corrientes	34.581	49.521	62.033	95.061	111.201	119.514
Efectivo y equivalentes	9.293	6.551	19.068	28.514	23.870	25.791
Inventarios	3.634	1.941	2.687	1.631	2.300	2.635
Pasivos corrientes	26.318	33.335	34.423	43.851	49.705	75.669
Pasivos no corrientes	19.701	17.624	35.149	62.020	56.719	56.194
Deuda financiera corriente	2.403	9.235	564	4.150	10.049	21.060
Deuda financiera no corriente	19.701	17.624	35.149	62.020	56.719	56.194
Deuda financiera total	22.103	26.859	35.713	66.170	66.768	77.254
Deuda financiera neta	12.810	20.308	16.645	37.656	42.898	51.462
Patrimonio	28.751	32.401	48.851	54.430	55.640	62.217
Ingresos de explotación	178.534	155.546	165.949	179.459	127.308	215.277
Costos de explotación	166.936	143.280	150.394	161.915	114.487	196.219
Ganancia bruta	11.598	12.266	15.555	17.544	12.821	19.057
Margen bruto (%)	6,50%	7,89%	9,37%	9,78%	10,07%	8,85%
Ingresos financieros	564	208	384	332	1.563	518
Gastos financieros en resultados	1.711	1.429	2.051	1.908	2.740	2.679
Gastos financieros en el costo de venta	474	261	71	0	0	0
Gastos financieros netos ajustados ¹⁶	1.147	1.221	1.667	1.576	1.177	2.161
Resultado del ejercicio	3.569	5.864	7.113	8.427	5.620	9.294
Endeudamiento total (Nº de veces)	1,60	1,57	1,42	1,95	1,91	2,12
Endeudamiento financiero (Nº de veces)	0,77	0,83	0,73	1,22	1,20	1,24
Endeudamiento financiero neto (Nº de veces)	0,45	0,63	0,34	0,69	0,77	0,83
EBITDA ajustado	7.745	10.148	12.000	14.722	10.636	16.539
Margen EBITDA ajustado	4,34%	6,52%	7,23%	8,20%	8,35%	7,68%
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de veces)	2,85	2,65	2,98	4,49	6,28	4,67
Deuda financiera neta / EBITDA (Nº de veces)	1,65	2,00	1,39	2,56	4,03	3,11
EBITDA ajustado / gastos financieros ajustados	4,53	7,10	5,85	7,71	3,88	6,17
EBITDA ajustado / gastos financieros netos ajustados	6,75	8,31	7,20	9,34	9,04	7,65
EBIT ajustado / gastos financieros ajustados	3,55	6,15	5,00	6,50	2,84	5,27
EBIT ajustado / gastos financieros netos ajustados	5,30	7,20	6,15	7,88	6,60	6,54
ROA (%)	4,70%	7,42%	7,05%	6,05%	3,49%	5,22%
ROE (%)	12,88%	19,18%	17,51%	16,32%	10,21%	15,77%

¹ EBITDA ajustado = EBITDA + costo financiero contenido en costo de venta. El EBITDA considera la cuenta de participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación. El costo financiero en costo de venta está incluido en el indicador hasta 2018, puesto que posteriormente se dejó de reportar en los estados financieros al no consolidar los proyectos inmobiliarios.

² Margen EBITDA ajustado = EBITDA ajustado / Ingresos de actividades ordinarias.

³ EBIT ajustado = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos por función – otros gastos por función – costo de ventas – gastos de administración + costos financieros reconocidos en el costo de venta. Incluye el ítem participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación. El costo financiero en costo de venta está incluido en el indicador hasta 2018, puesto que posteriormente se dejó de reportar en los estados financieros al no consolidar los proyectos inmobiliarios.

⁴ Flujo de caja de la operación = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁵ Flujo de caja de inversión = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁶ Flujo de caja de financiamiento = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁷ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Cabe mencionar que este cálculo no considera la deuda de los proyectos que Ingevec no consolida, por lo que podrían existir diferencias respecto al monto real. Incluye arrendamientos por IFRS 16.

⁸ Servicio de la deuda (RCS D) = (Caja inicial + flujo operacional – CAPEX – impuestos – dividendos, proyectados) / Servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

⁹ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total. Incluye arrendamientos por IFRS 16.

¹¹ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total. Incluye arrendamientos por IFRS 16.

¹² Cobertura de gastos financieros ajustada = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros en resultados + gastos financieros activados, anualizados). Con EBIT = Resultado operacional + costo financiero en costo de ventas hasta 2018, puesto que posteriormente se dejó de reportar en los estados financieros el costo financiero en costo de venta al no consolidar los proyectos inmobiliarios. Cabe mencionar que el costo financiero en inventario no se encuentra disponible, por lo que tampoco está incorporado en el cálculo de los ratios, información que se debe tener en cuenta para temas comparativos con otros emisores del sector.

¹³ Cobertura de gastos financieros netos ajustada = EBIT ajustado 12 meses / (Gastos financieros en resultados – ingresos financieros, anualizados). Con EBIT = Resultado operacional + costo financiero en costo de ventas hasta 2018, puesto que posteriormente se dejó de reportar en los estados financieros el costo financiero en costo de venta al no consolidar los proyectos inmobiliarios. Cabe mencionar que el costo financiero en inventario no se encuentra disponible, por lo que tampoco está incorporado en el cálculo de los ratios, información que se debe tener en cuenta para temas comparativos con otros emisores del sector.

¹⁴ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁵ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹⁶ Dado que no existen intereses capitalizados en los estados financieros consolidados de la compañía, para el cálculo de los indicadores, el gasto financiero neto ajustado es equivalente al gasto financiero reconocido en resultados.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.