



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Ingevec S.A.

Junio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	BBB Estable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	31 marzo 2014

Número y fecha de inscripción emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A	Nº 751 de 12.04.2013 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado, IFRS					
MM\$	2010	2011	2012	2013	mar-14
Ingresos de actividades ordinarias	64.437	105.622	101.129	144.750	38.569
Costo de ventas	-57.758	-97.191	-92.589	-133.957	-36.413
Gasto de administración y ventas	-4.126	-5.323	-5.629	-5.619	-1.470
Resultado operacional	3.615	3.478	2.379	3.729	564
Costos financieros	-539	-648	-473	-1.217	-325
Ganancia (pérdida)	1.478	2.489	1.848	2.376	383
EBITDA	2.897	3.831	2.808	4.190	698

Balance General Consolidado, IFRS					
MM\$	2010	2011	2012	2013	mar-14
Activos corrientes	28.910	37.141	57.820	69.771	61.473
Activos no corrientes	6.607	8.699	14.879	23.462	23.647
Total de activos	35.518	45.840	72.700	93.233	85.120
Pasivos corrientes	20.788	27.610	42.333	40.841	31.738
Pasivos no corrientes	639	5.291	4.139	24.943	25.664
Total pasivos	21.428	32.902	46.472	65.784	57.403
Patrimonio total	14.090	12.938	26.228	27.449	27.717
Total de patrimonio y pasivos	35.518	45.840	72.700	93.233	85.120
Deuda financiera	8.194	18.213	22.986	38.068	34.409

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ingevec S.A. (en adelante **Ingevec**) es una de las principales empresas del sector de la construcción chileno, con una trayectoria superior a 30 años. Está dedicada a la edificación, principalmente para terceros, y, en menor medida, a través de inmobiliarias relacionadas. Las unidades habitacionales se orientan principalmente al segmento medio-bajo, tanto del sector privado como público.

Durante 2013 la empresa tuvo ingresos por US\$ 276 millones y un EBITDA de US\$ 8 millones; con una deuda financiera a diciembre de ese año de US\$ 72,6 millones y patrimonio por US\$ 52,3 millones. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios por US\$ 52,6 millones, de los cuales aproximadamente el 52% corresponden a bienes raíces urbanos edificados.

La clasificación de la línea de bonos de deuda de **Ingevec** en *Categoría BBB*, se fundamenta principalmente en el reconocimiento, por una parte, de su experiencia y larga trayectoria dentro del mercado de la construcción, que incluye tanto capacidad operativa como habilidad en el control de costos y asignación de recursos, principalmente, la mano de obra. Adicionalmente, se reconoce que el negocio de construcción por cuenta de terceros opera con márgenes relativamente estables y conocidos en el tiempo.

La clasificación de riesgo incorpora, además, el mayor desarrollo y profundización del sistema de financiamiento hipotecario, situación que favorece directamente el negocio inmobiliario e indirectamente el de construcción.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a marzo de 2014 ascienden a 41, distribuidos de manera adecuada en distintas regiones y de aproximadamente 31 mandantes, lo que a juicio de la clasificadora es un elemento positivo dada la menor exposición ante algún proyecto en particular o algún mandante determinado.

También, la clasificación de la emisión de títulos de deuda se ve favorecida por la estructura del instrumento, en particular por la existencia de una cuenta de reserva para asegurar la liquidez del emisor y, en menor medida, la limitación de la deuda que pueden asumir las filiales.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación se ha considerado la sensibilidad de la empresa a los ciclos económico negativos, tanto a aquellos que reducen los márgenes del negocio como aquellos que disminuyen su nivel de actividad. En el rubro ingeniería y construcción, si bien se actúa por pedidos específicos, el emisor no es inmune a la situación financiera y de liquidez que pudiere afectar a sus mandantes en épocas recesivas; por otra parte, en escenario de escasez y de incremento en los precios de insumos no es posible traspasar el mayor costo al precio de las obras ya adjudicadas. Dentro del negocio inmobiliario, en períodos de recesión, se tiene el riesgo de baja en los márgenes de ventas y de disminución en la velocidad de venta de inmuebles. Bajo este contexto, se incluye, además, la baja disposición del sector

financiero para apoyar la liquidez de las entidades del rubro construcción e inmobiliario durante estos períodos.

La clasificación de riesgo tampoco es ajena a que el nivel de deuda de la compañía es elevado en relación con su nivel de EBITDA y su Flujo de Caja de Largo Plazo FCLP¹, aun entendiendo que parte de los pasivos financieros serán pagados con la liquidación de inventarios (en lo reciente, el flujo operacional del emisor fue negativo entre 2011 y el segundo trimestre de 2013) y/o están asociados a proyectos futuros. Según la información al 31 de marzo de 2013, la relación entre deuda financiera y EBITDA anualizado es de 8,4 veces; mientras que el *ratio* deuda financiera sobre FCLP es de 9,3 veces.

Con todo, se entiende que la empresa tiene reflejado en su balance los pasivos asociados a proyectos inmobiliarios en ejecución que aún no aportan a la generación de ingresos; no obstante, dado el elevado porcentaje de promesas de compra-ventas de viviendas suscritas y la diversificación de conjuntos habitacionales en que se está trabajando, es razonable presumir una elevada probabilidad que dichos flujos se concreten, al menos en porcentajes relevantes.

También la clasificación toma en consideración que el 53% de la deuda financiera del emisor está asociada al negocio inmobiliario e, independiente como se utilicen estos recursos (directamente como deuda de proyectos específicos o como capital para sociedades inmobiliarias), este tipo de actividad implica que los activos subyacentes de un proyecto (inmuebles) quedan en garantía en favor de los bancos de tal forma que las restantes deudas (o el retiro de dividendos, según correspondan) asumen el carácter de subordinado a las acreencias bancarias. En este caso en particular, se debe tener en cuenta que, según escritura de emisión, el 80% de la deuda debe localizarse en la matriz, que genera sus ingresos mayoritariamente por el negocio de construcción e ingeniería (segmento de negocios no afecto a este tipo de riesgo) y, además, obliga a emisor a mantener una cuenta de reserva; con todo, si bien éstos resguardo se evalúan positivamente, por si mismos, a juicio de la clasificadora, no dejan en condiciones equivalentes a los acreedores.

La clasificación en *Categoría BBB* refleja que la empresa, pese a su elevada sensibilidad a los ciclos económicos, tiene cierta capacidad para administrar las crisis, tal como lo ha mostrado en el pasado, sin perjuicio que sus resultados financieros debieran resentirse ante situaciones que afecten negativamente la demanda o presione al alza de los costos (tal como ha ocurrido recientemente por el incremento en los sueldos y salarios).

La tendencia de clasificación se califica "*Estable*", considerando que el ajuste de precio que se ha hecho a los proyectos con el objeto de alinearlos a las condiciones imperantes en el mercado del trabajo, debiera repercutir favorablemente en los márgenes del negocio y, por lo tanto, éstos debieran volver a niveles más coincidentes con lo esperado en el largo plazo. En caso contrario, si la venta de los proyectos actualmente en ejecución (y cuyos costos fueron estimados contemplando una menor estrechez del mercado laboral) no permite una recuperación del margen EBITDA a sus valores registrados en 2010-2011, la clasificación podría

¹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

revisarse a la baja, de manera de evaluar las perspectivas del margen EBITDA en un horizonte más extenso. Por otro lado, para mantener la clasificación de riesgo de los bonos en la categoría actual es necesario que no se incremente el valor de la deuda mientras no se evidencien cambios relevantes en el volumen de sus operaciones.

Hechos recientes

Durante el primer trimestre de 2014 los ingresos totales de la compañía llegaron a \$ 38.569 millones, aumentando un 18% respecto a los primeros tres meses de 2013, debido principalmente a un alza de casi 280% en el negocio inmobiliario, el cual llegó hasta los \$6.046 millones. Por su parte, el segmento de ingeniería y construcción totalizó ingresos por más de \$32.523 millones, lo que representa un incremento de 4,6% en el período.

Por otro lado, el EBITDA de la compañía llegó a \$ 698 millones, un 9,2% inferior al del primer trimestre de 2013, explicado principalmente por un incremento en la mano de obra, gatillado por los buenos índices de empleo que actualmente existen en la economía chilena.

El resultado operacional del primer trimestre del año en curso, alcanzó los \$ 564 millones, lo que significa una disminución de 10,5% en relación al mismo período del año anterior, influido, principalmente, por la caída en la participación neta de inversiones en asociadas, debido a los menores resultados de obras en consorcio y asociaciones inmobiliarias. Según lo señalado por la emisora, estas obras se encuentran en los últimos meses de ejecución y se espera sean cerradas a mediados del 2014.

El resultado del ejercicio de la compañía durante los tres primeros meses de 2014 fue de \$ 383 millones, un 26,7% superior al obtenido en marzo de 2013, cuando alcanzó \$ 302 millones, lo que se debe en gran medida, al incremento de costos explicado anteriormente.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Diversidad de proyectos en ejecución
- Atomización de mandantes

Fortalezas complementarias

- Demanda creciente en el mercado objetivo
- Estructura financiera que apoya la liquidez
- Mayor estabilidad de los flujos del negocio de construcción

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo del grupo controlador.
- Reputación en el mercado

Riesgos considerados

- Sensibilidad a los ciclos económicos y tasa de interés (riesgo permanente, de alto impacto)
- Riesgo de iliquidez de mandantes de los proyectos (bajo impacto por la necesidad de los acreedores que las garantías sean finalizadas y vendidas)
- Subordinación implícita de la deuda en negocio inmobiliario (riesgo e impacto medio)
- Riesgo de presupuestación (riesgo susceptible de ser administrado y acotado)

Definición de categorías de riesgo

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.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellas cuotas emitidas por fondos de inversión que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Vasta experiencia y reputación en el sector: La compañía posee 30 años de experiencia en el mercado, a través de los cuales ha desarrollado una gran diversidad de proyectos; en efecto, a la fecha Ingevec, a través de sus filiales, ha desarrollado más de 480 obras con más de 4,5 millones de metros cuadrados edificados. Entre sus obras más destacadas, cabe mencionar el Conjunto Casas Los Dominicos del Alba, Clínica Universidad de Chile, ampliación del Parque Arauco, la Planta Carozzi, sede de Inacap en Los Ángeles y la facultad de Química y Farmacia de la Universidad de Chile. Cabe señalar que el emisor ha participado en diversos proyectos a través de consorcios con variadas constructoras nacionales, entre las que se encuentran Constructora DLP Ltda., Constructora Inarco S.A., Icafal Ingeniería y Construcción S.A., Constructora Cuevas y Purcell S.A., Claro Vicuña Valenzuela S.A., entre otras. Su extensa experiencia favorece su reputación en el mercado, atenuando la necesidad de centrar la competencia sólo en el factor precio.

Diversificación de proyectos: La compañía tiene como política mantener un número significativo de proyectos, ya sea desarrollando inversiones propias (a través de las inmobiliarias del grupo, en forma individual o en consorcio con otras inmobiliarias), o por medio de la ejecución de obras mandatadas por terceros. Esta política le permite estar actualmente participando en más de 40 proyectos en distintas regiones del centro sur del país, mitigando fuertemente su exposición a cada una de ellas en forma individual.

Diversificación de mandantes: Siguiendo la política de riesgo de la compañía, Ingevec diversifica los mandantes con los que opera. Actualmente, está desarrollando obras para 31 mandantes, lo cual permite tener una relación casi uno a uno entre mandantes y proyectos en ejecución. Con ello, reduce su exposición a incumplimiento de la contraparte (además de los mitigantes habituales exigido en este tipo de operaciones)

Estructura de operación: La estructura financiera del bono establece diversos resguardos para los tenedores de este instrumento, de manera de asegurar un adecuado cumplimiento de las obligaciones. En efecto, la compañía se obliga a mantener una cuenta de reserva por el 10% de la emisión, lo cual permite afrontar algún evento de caída en los flujos, debido a un menor nivel de actividad del emisor. Por otro lado, los resguardos financieros establecen que el nivel de endeudamiento de Ingevec no puede ser superior a dos veces el nivel de patrimonio. Finalmente, el endeudamiento financiero neto de las filiales inmobiliarias que consolidan en conjunto con el endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios no puede ser superior a un 20% del endeudamiento financiero neto total de Ingevec. De este modo, se morigera en grado importante la subordinación del bono respecto a la deuda bancaria requerida para desarrollar los proyectos inmobiliarios.

Mercado objetivo creciente: La constructora se ha enfocado en desarrollar soluciones habitacionales a los sectores medios-bajos de la sociedad, los cuales han experimentado un incremento en su poder de compra, posibilitando su acceso a la vivienda. Más aún, la demanda de este segmento de la población es menos

sensible a las fluctuaciones económicas, en comparación, por ejemplo, con el mercado de segunda vivienda. Se estima que alrededor del 70% de la demanda de viviendas del país es bajo las UF 2.000.

Factores de riesgo

Sensibilidad a los ciclos económicos y la tasa de interés: El sector de la construcción es altamente sensible a los ciclos económicos, y a las percepciones de las personas hacia la economía y el empleo, ya que las decisiones de compra de una vivienda son influenciadas por las expectativas acerca de sus ingresos futuros y su capacidad de cumplir con los pagos de los créditos hipotecarios. Por otro lado, la industria también es sensible a la variación de la tasa de interés, que son determinantes para el financiamiento de los compradores con créditos hipotecarios, lo que repercute en la demanda de nuevas viviendas. Durante la recesión del año 2009, el Producto Interno Bruto (PIB) nacional cayó 1,7% y el PIB de la construcción en 7,9%, mientras que los ingresos de explotación de **Ingevec** cayeron en un 37% respecto al año anterior.

Subordinación implícita de los bonos: La operatividad del negocio inmobiliario, concentra el 53% de la deuda financiera de la compañía, implica que parte importante de los proyectos se financian con deuda que cuenta como garantía con las obras específicas, que se van liberando en la medida que se venden los bienes raíces (se libera la caución contra el pago). Dado ello, como recursos para el servicio de los bonos se dispone del diferencial entre los ingresos por venta y las obligaciones garantizadas; en caso de reducción de los márgenes, los primeros afectados serían los accionistas, en segundo lugar los bonos y, finalmente, los acreedores con garantías. Por otra parte, la costumbre comercial es que los mismos bancos reprograman los créditos en caso de caída en las ventas; mientras que en el caso de los bonos, existe menor flexibilidad, aumentando la probabilidad de *default*.

Dentro de este contexto, cabe agregar, que, como se dijo, el contrato de emisión de los bonos obliga a la compañía a que sobre el 80% de la deuda consolidada sea tomada directamente por la matriz.

Riesgo de presupuestación: La modalidad de contratación de proyectos en el sector construcción determina la existencia de este riesgo, asociado a incrementos no esperados en el costo de insumos, y que pueden significar una reducción en los márgenes de utilidad de la constructora, en la medida que los precios de venta de los proyectos no pueden ajustarse a la misma velocidad que el aumento de los costos. Con todo, se reconoce que la existencia de una amplia cartera de proyectos, permite un ajuste continuo en los precios y márgenes.

Antecedentes generales

Historia

La compañía se inició en 1983 y fue fundada por Enrique Besa, Francisco Vial y José Antonio Bustamante. En sus comienzos se especializó en la construcción de obras de edificación, principalmente casas particulares, posteriormente fue adquiriendo la experiencia necesaria para participar en proyectos de mayor envergadura.

En 1991, el negocio comenzó a ampliarse incluyendo en sus operaciones actividades inmobiliarias, es así como en 2001 se constituyó Progesta Fondo de Inversión Privado, administrado por Ingevec Progestión S.A. En 2005 la compañía se divide, constituyéndose "Inmobiliaria Ingevec S.A.", sociedad que agrupa los activos inmobiliarios habitacionales del grupo, y las participaciones en sociedades inmobiliarias, y "Constructora Ingevec S.A." que desarrolla el área de Ingeniería y Construcción.

En 2011 la compañía pasa a ser sociedad anónima abierta, en tanto que en marzo de 2012 se colocó en el mercado un total de 260 millones de acciones, equivalentes al 28,9% de la propiedad.

Propiedad y administración

El capital de la sociedad a mayo 2014 ascendía a 890.000.000 acciones suscritas y pagadas. La sociedad es controlada por ocho accionistas, quienes, a diciembre de 2013, poseían en conjunto un 72,66% de la propiedad.

El detalle de los accionistas a marzo de 2014 es el siguiente:

Nombre	% de propiedad
inversiones Los Cipreses Ltda.	20,16%
Inv y Asesorías Marara Ltda.	20,16%
Asesorías en Inversiones Santo Domingo Ltda.	19,99%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	8,31%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	6,35%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,57%
Asesorías en Inversiones La Aurora Ltda.	3,33%
Inversiones y Asesorías Proyecta Ltda.	2,39%
Inversiones y Asesorías Genesis Ltda.	2,35%
Asesorías en Inversiones Desarrollos del Maipo Ltda.	2,05%
Asesorías en Inversiones Los Lirios Ltda.	2,00%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	1,74%
Otros	7,60%
Total	100%

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

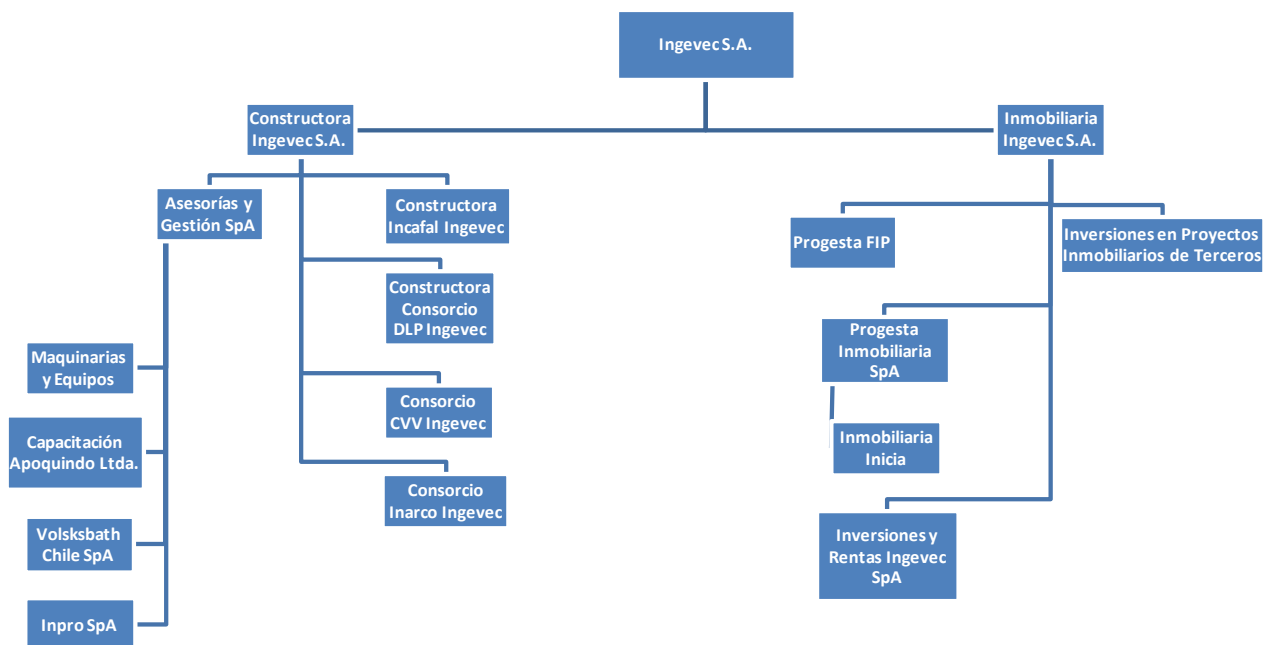
Nombre	Cargo
Enrique Besa Jocelyn-Holt	Presidente
Gustavo Alcalde Lemarie	Director
Francisco Vial Bezanilla	Director
José Antonio Bustamante Bezanilla	Director
Francisco Courbis Grez	Director
Ricardo Balocchi Huerta	Director
Luis Hernán Paul Fresno	Director

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Rodrigo González, gerente general, y conformada por seis ejecutivos, que se detallan a continuación:

Nombre	Cargo	Fecha de nombramiento
Rodrigo González Yutronic	Gerente General	05-12-2012
Gonzalo Sierralta Orezzaoli	Gerente Construcción Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Aldo Balocchi Huerta	Gerente Comercial Constructora Ingevec S.A.	05-12-2012
Enrique Dibarrart Urzúa	Gerente General Constructora Ingevec S.A.	02-03-2012
Jorge Zeltzer Faba	Gerente Inversiones y Rentas Spa	26-11-2010
Ricardo Balocchi Huerta	Gerente Inmobiliaria Ingevec S.A	25-03-2008
Cristián Palacios Yametti	Gerente Control y Gestión	25-07-2005

Estructura organizacional

La estructura de la sociedad se presenta de la siguiente forma:

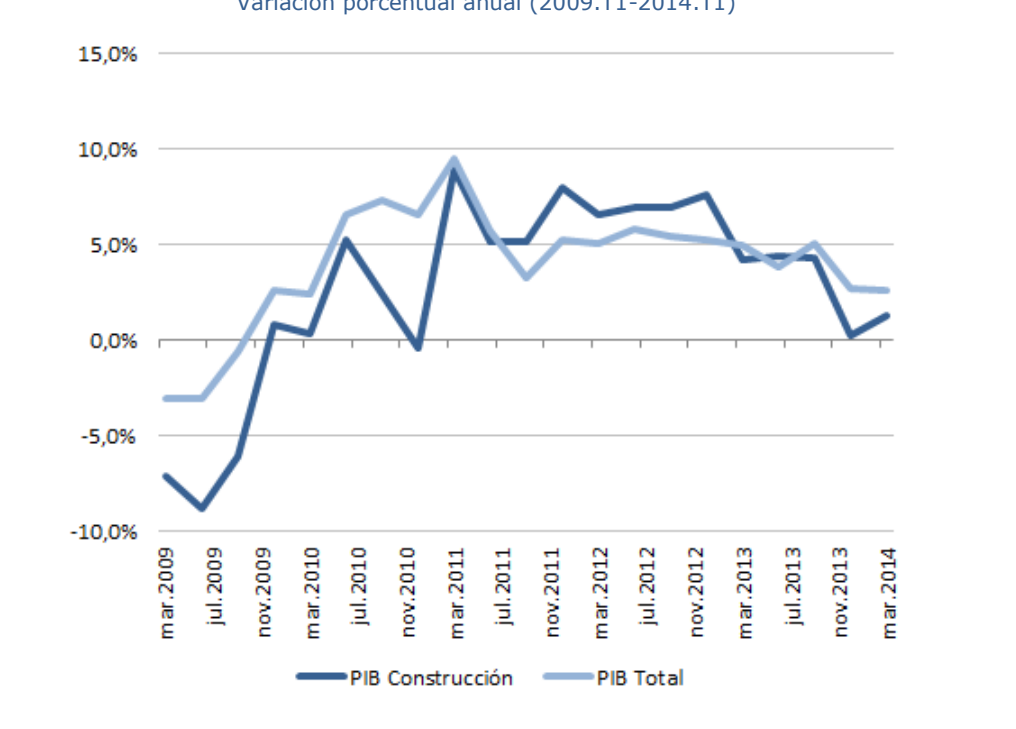


Descripción del negocio y antecedentes de la industria

El sector de la construcción es uno de los sectores de mayor relevancia de la economía chilena y representó un 7,8% del Producto Interno Bruto (PIB) del país durante 2013². El rubro está estrechamente vinculado al desarrollo del país, y su nivel de actividad presenta oscilaciones más pronunciadas en comparación con el PIB total, tendiendo a ser pro cíclica, más sensible ante los períodos de expansión o de contracción de la economía, como se muestra en la Ilustración 1.

² Fuente: Banco Central de Chile

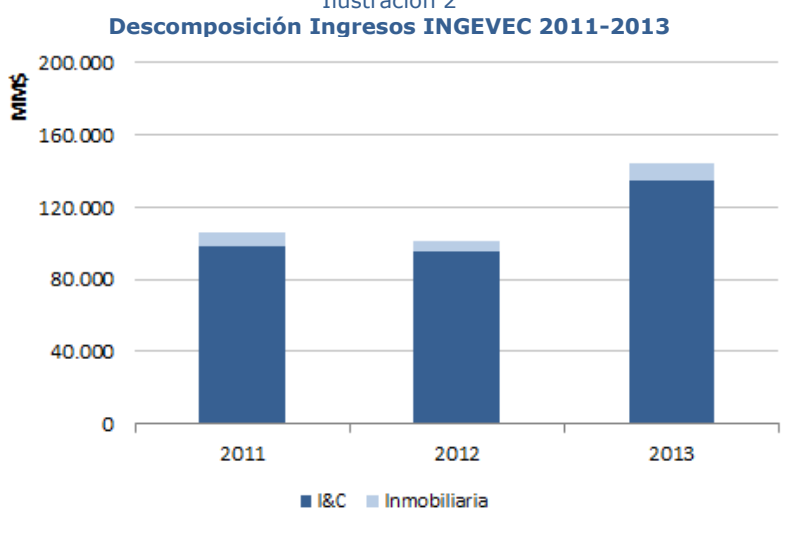
Ilustración 1
PIB Total y PIB Construcción
Variación porcentual anual (2009.T1-2014.T1)



Ingevec realiza sus operaciones a través de dos líneas de negocios: Ingeniería y Construcción e Inmobiliario, además cuenta con distintas filiales para complementar ambos negocios.

La distribución de los ingresos ha sido (tomando el promedio de los últimos tres años) 94% proveniente del segmento ingeniería y construcción y 6% del área inmobiliaria, como se aprecia en la Ilustración 2

Ilustración 2
Descomposición Ingresos INGEVEC 2011-2013



La descripción de cada segmento se resume a continuación:

Ingeniería y construcción

Desarrollada principalmente por Constructora Ingevec, la cual actúa como contratista de terceros, contratista de empresas relacionadas o a través de consorcios con otras compañías. Los proyectos se adjudican a través de licitaciones y corresponden principalmente a edificios habitacionales, viviendas, obras comerciales e industriales. Los ingresos provenientes de este segmento han tenido una tendencia creciente, a excepción de 2009 y 2010, cuando producto de la crisis financiera del segundo semestre de 2008, las ventas disminuyeron de manera importante (hasta 37% en 2009). En 2011, la economía muestra un repunte y los ingresos se incrementaron en sobre 50% respecto de 2010, para mostrar una leve disminución en 2012, e incrementarse en casi 14% en 2013.

Dentro de este negocio se encuentra un área de estudio de propuestas que tiene como finalidad estimar de manera eficiente y precisa los costos involucrados en cada proyecto, a modo de ofrecer al mandante una propuesta con precios competitivos minimizando el riesgo de presupuestación.

Con relación a las obras construidas, a diciembre 2013 cerca del 61% correspondía a construcciones habitacionales, porcentaje más bajo respecto del 64% que históricamente han representado dichas construcciones en el total de obras. Al cierre de 2012, el 68% de las ventas se concentraba en la región metropolitana, mostrando una desconcentración respecto de 2005, cuando menos de un 6% correspondía a proyectos en otras regiones.

En término de mandantes, el 80% de las ventas de 2012 provinieron de construcción para terceros, mientras que el 20% correspondía a construcción para relacionados. Como se mencionara anteriormente, los mandantes se encuentran atomizados; en efecto, actualmente la compañía ejecuta alrededor de 41 proyectos, para 31 mandantes diferentes.

Un punto relevante en el manejo de costos de la compañía dice relación con los insumos utilizados, para esto, y como política de la compañía, los insumos se negocian a nivel central fijándose los precios de los insumos al inicio de la obra. Asimismo, aun cuando la contratación de los insumos se realiza por cada obra, se busca mantener una relación comercial de largo plazo con los proveedores.

Desarrollo inmobiliario habitacional

Área desarrollada por Inmobiliaria Ingevec, donde se lleva a cabo la gestión de proyectos habitacionales de forma directa o en asociación con otras compañías del rubro. Las tareas de esta área de negocios implican la coordinación y contratación de especialistas, adquisición de terrenos, gestiones legales con municipalidades y organismos públicos a través de la obtención de permisos.

Los proyectos inmobiliarios pueden ser de desarrollo propio o en proyectos de terceros, en este último caso, la compañía participa como socio inversionista y constructor a través de su filial Constructora Ingevec. A diciembre 2013 las ventas por participación en este tipo de proyectos ascendieron a \$ 9.784 millones.

Actualmente Inmobiliaria Ingevec cuenta con 51 proyectos incluyendo habitacionales, comerciales, entre otros, de los cuales once están en construcción, treinta en gestiones previas a la construcción y diez en escrituración. Con respecto a la ubicación, el 27% de los proyectos se encuentran en la región metropolitana, y los precios de venta de toda la cartera de proyectos están adecuadamente equilibrados. En términos de precio, el 36,5% corresponde a proyectos de menos de 1.000 UF, el 36,5% entre 1.000 y 2.500 UF, y el 27% restante a proyectos por sobre las 2.500 UF.

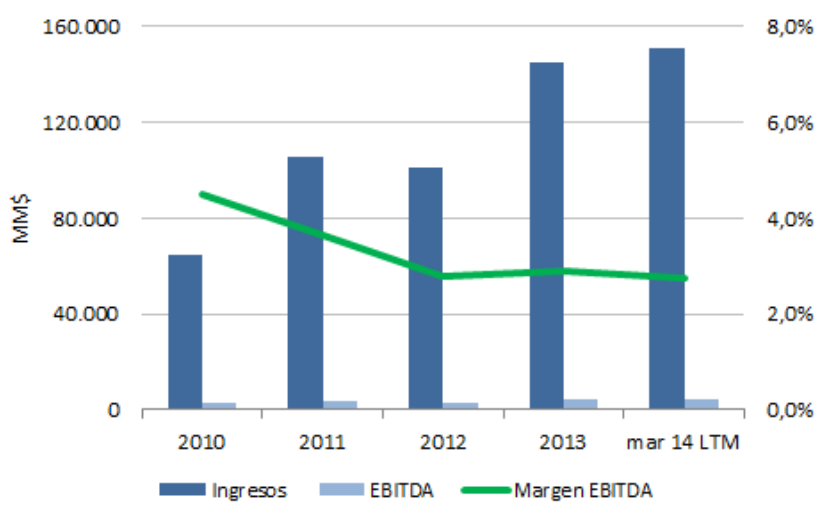
Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Ingevec** desde 2010 hasta marzo 2014³,

Evolución ingresos, resultados y EBITDA

Desde 2010 los ingresos presentan una tendencia creciente, a excepción de 2012. Posteriormente los ingresos presentan una fuerte expansión, situándose en marzo de 2014 por sobre los \$ 150 mil millones. No obstante, dado el incremento en el costo de la mano de obra, asociado a las bajas tasas de desempleo registradas por la economía chilena, los márgenes EBITDA se han reducido consistentemente, alcanzando a un 2,7% de los ingresos en el año móvil finalizado en marzo de 2014.

Ilustración 3
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
2010-2014



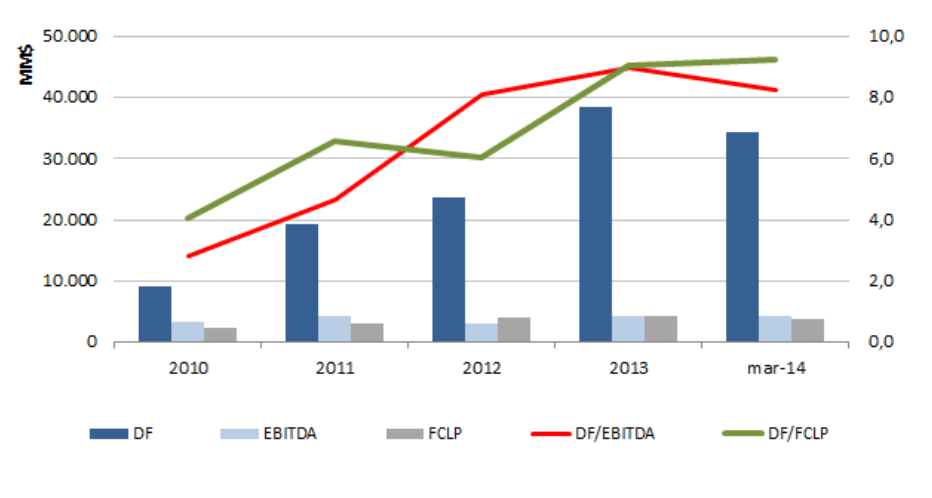
Endeudamiento

La razón de endeudamiento – medida como deuda financiera sobre EBITDA – ha ido aumentando a partir de 2010, llegando el último período a 8,9 veces. El menor valor fue alcanzado en 2010 cuando fue de 2,8

³ Los valores a marzo 2014 se muestran como año móvil, desde abril de 2013 a marzo 2014.

veces, principalmente por la menor inversión en nuevos proyectos y dificultades para acceder al financiamiento, provocado por el difícil escenario en el cual se encontraba la economía así como la industria de la construcción. La misma tendencia ha tenido el indicador deuda financiera sobre FCLP⁴, el cual, a marzo de 2014 el indicador DF/FCLP se sitúa en 9,2 veces⁵.

Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
2010-2014

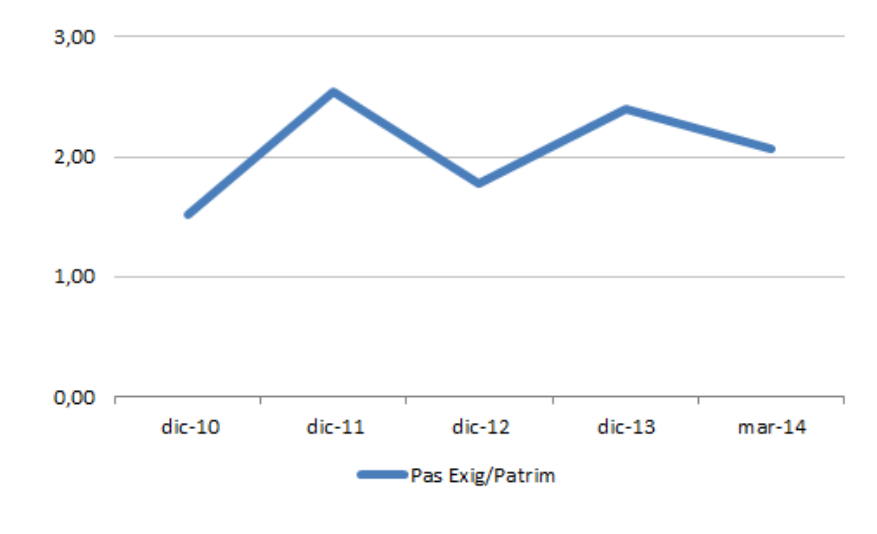


En tanto, a diciembre de 2013, la relación pasivo exigible sobre patrimonio –que es intensiva en esta industria- tuvo un incremento respecto a 2012, debido a la emisión de un bono por UF 1.000.000 en abril de 2013. Cabe señalar, además, que los niveles de endeudamiento se ven influidos por la proporción que representen en cada momento las obras de inmobiliarias, línea de negocio que hace uso de un mayor apalancamiento que ingeniería y construcción. A marzo 2014 este indicador alcanzó 2,07 veces (ver Ilustración 5).

⁴ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁵ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2014.

Ilustración 5
Evolución del Endeudamiento

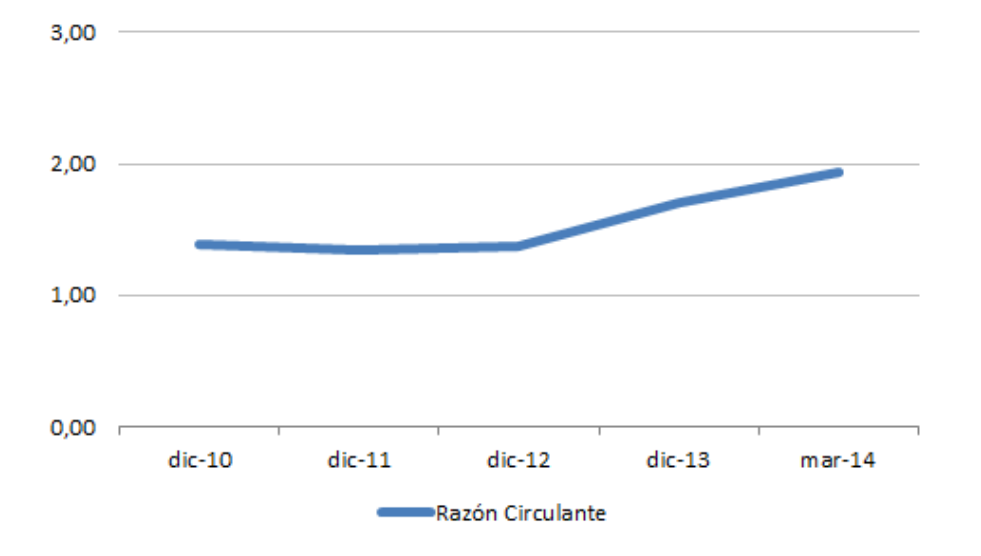


Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) ha mostrado una tendencia creciente en las recientes observaciones, toda vez que uno de los objetivos de la emisión del bono era disponer de un adecuado nivel de capital de trabajo, situándose en marzo de 2014 en niveles de 1,94 veces (ver Ilustración 6).

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la liquidez.

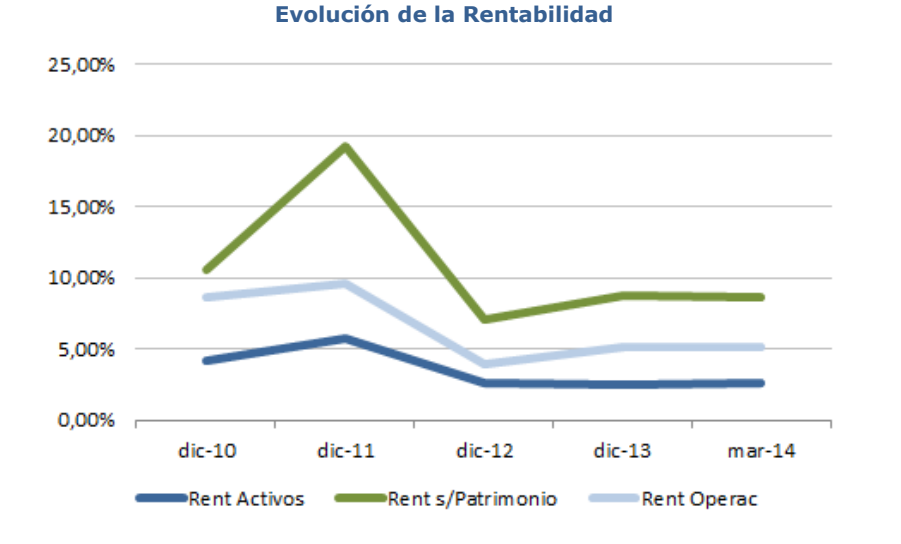
Ilustración 6
Evolución de la Liquidez



Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad de la compañía, tanto operacional, del patrimonio como de los activos, ha mostrado, en términos de alzas y descensos, una evolución similar, alcanzando su punto máximo en 2011, por efecto de la recuperación de la actividad económica y de los buenos resultados exhibidos por la compañía ese año. Posteriormente tendieron a la baja, influidas por las menores utilidades obtenidas por la compañía, impactadas negativamente por el alza en los costos de la mano de obra, entre otros factores. Se aprecia que a fines de 2013 la rentabilidad experimenta una leve recuperación, tendencia que se mantiene en marzo 2014 (ver Ilustración 7).

Ilustración 7
Evolución de la Rentabilidad



Características de la línea de bonos

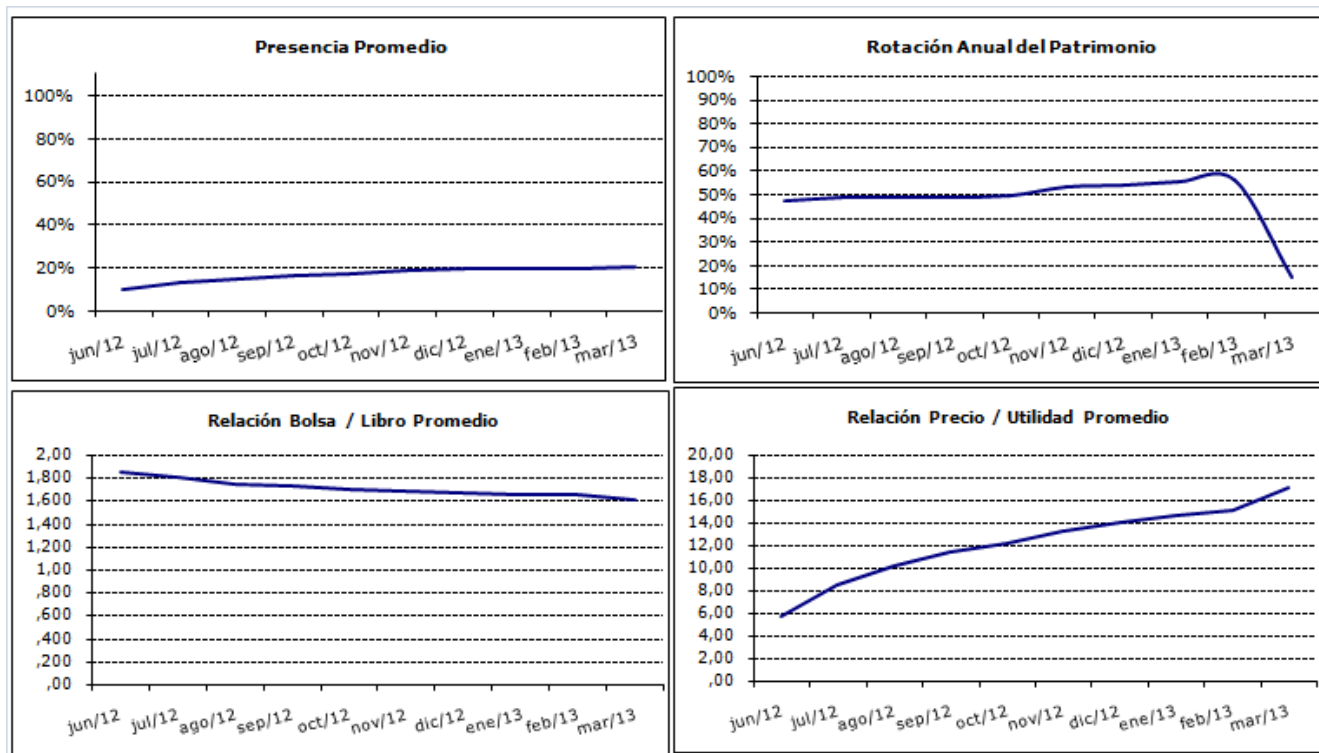
Las características de la línea de bonos inscrita por **Ingevec** a marzo de 2014 son:

Características de la línea de bonos	
Nº	751
Fecha de inscripción	12-04-2013
Monto máximo	UF 1.000.000
Moneda de emisión	Unidades de Fomento / Pesos Nominales
Plazo vencimiento	10 años

Covenants financieros		
Líneas de bonos		Valor Marzo 2014
Nivel de endeudamiento financiero neto	Menor o igual a 2,0 veces	1,00
Endeudamiento financiero neto atribuible a filiales cuyos estados financieros se consolidan con los del emisor y endeudamiento financiero del emisor atribuible a proyectos inmobiliarios	Menor o igual a 20% del nivel de endeudamiento financiero neto	1,01%
Patrimonio mínimo	Mayor o igual a UF 800.000	Patrimonio equivalente a UF1.174.101
Garantías reales	Menor o igual a 5% de los activos totales	0%
Cuenta de reserva de servicio a la deuda	10% del monto colocado mantenido en inversiones permitidas (DPF en \$ o UF con bancos locales con clasificación de riesgo elevada)	UF 100.000

Desempeño bursátil de la acción

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro. Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una leve tendencia al alza a marzo de 2013.



"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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."