

Solvencia	Jun. 2011
Perspectivas	BBB Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes	IFRS	IFRS	IFRS
	2010	Mar.10	Mar.11
Margen Operacional	4,0%	5,3%	4,0%
Margen Ebitda	4,5%	6,1%	4,6%
Margen Ebitda Ajust.(1)	4,4%	6,2%	4,9%
Rentabilidad Patrimonial (2)	17,9%	-	22,0%
Leverage	1,52	-	1,97
Leverage Financiero	0,58	-	0,52
Ebitda / Gastos financieros	5,3	5,4	15,1
Deuda financiera / Ebitda (2)	2,8	-	2,0
Deuda financiera Neta / Ebitda (2)	2,7	-	1,1
Liquidez corriente	1,4	-	1,2
FCNO (3) / Deuda Fin. Neta (2)	89%	-	330%

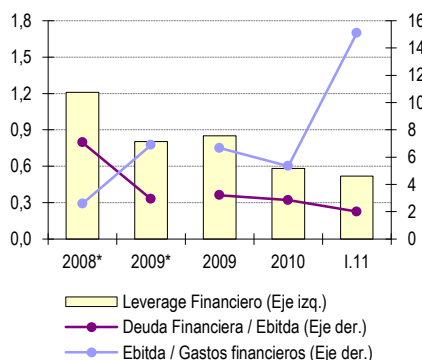
(1) Ebitda Ajustado: Ebitda + Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(2) Indicadores a marzo de 2011 se presentan anualizados.

(3) FCNO: Flujos de efectivo netos procedentes de actividades de la operación.

### Evolución endeudamiento y coberturas

Cifras en IFRS



(\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal.

## Fundamentos

Las clasificaciones asignadas a Ingevec S.A. responden a su amplia trayectoria en la industria de la construcción y a la especialización alcanzada en el segmento de edificación, en conjunto con un perfil financiero caracterizado por un relativamente bajo nivel de endeudamiento respecto a su generación de flujos de caja operacionales. En contrapartida, su clasificación refleja su baja diversificación de ingresos y la operación en una industria altamente competitiva y sensible al ciclo económico.

Ingevec posee más de 27 años en el rubro de la construcción, especialmente enfocado en la edificación de proyectos habitacionales y comerciales, en su mayoría del sector privado. La compañía está estructurada bajo tres unidades de negocio relacionadas entre sí, lo que le permite el alcance de sinergias en la operación.

Ingeniería y Construcción (I&C) constituye la unidad de mayor importancia (79% de los ingresos en 2010), en la que la compañía participa como contratista de terceros, de empresas relacionadas y a través de diversos consorcios. En la unidad inmobiliaria (19% de los ingresos en 2010), Ingevec actúa como gestor y constructor de proyectos habitacionales ya sea en forma directa, a través de Progesta FIP, o en asociación con otras empresas inmobiliarias. La tercera unidad de negocios la constituye su área de servicios relacionados a la construcción.

Después de la recesión económica y posterior terremoto ocurrido en Chile a inicios de 2010, los cuáles afectaron en forma importante el ritmo de actividad de la compañía, ésta ha comenzado a evidenciar claras señales de recuperación. A marzo de 2011, los ingresos consolidados mostraron un incremento de 79% respecto a igual período de 2010, en tanto que las dos unidades de negocios principales registraron márgenes operacionales positivos. Estos últimos han tendido a retornar hacia niveles de más largo plazo –entre 3% y 4%– después de haberse visto favorecidos, a partir de 2009, por un escenario de bajos costos de insumos.

El *backlog* de obras por facturar ha registrado una importante reactivación, llegando a \$160 mil millones al cierre de 2010, con un 72% a ejecutarse en 2011, lo que equivale a 2,2x los ingresos de I&C alcanzados durante 2010. En tanto, su unidad inmobiliaria ha mostrado un menor nivel de escrituración lo que responde a una menor oferta de viviendas, dada la postergación en el inicio de nuevos proyectos en 2009. No obstante, esto último ha sido compensado, en parte, con mejores márgenes.

La deuda financiera de Ingevec corresponde en su gran mayoría a capital de trabajo utilizado en los proyectos inmobiliarios, por lo cual está estructurada preferentemente en el corto plazo. Ante la disminución de la actividad en esta unidad de negocios, la deuda financiera ha disminuido considerablemente, llegando a \$6.366 millones a marzo de 2011, lo que equivale a 2,0x el Ebitda móvil de los últimos 12 meses, respecto a un promedio de 3,0x registrado entre 2009 y 2010.

## Perspectivas: Estables

Ingevec se encuentra realizando un importante plan de crecimiento, destinado a incrementar el número de obras simultáneas en sus dos áreas de negocios. Para su financiamiento, la compañía tiene planificado iniciar próximamente una apertura en bolsa, para lo cual ya cuenta con la inscripción de sus acciones en la SVS.

Se espera que con este incremento en su base patrimonial, Ingevec pueda avanzar hacia una mayor diversificación de sus ingresos, tanto por área geográfica como por tipo de mandante. La deuda financiera debiera incrementarse en el mediano plazo, dado el inicio de nuevos proyectos inmobiliarios, lo que a su vez, contribuiría a una mayor actividad en su unidad de I&C. En tanto, el fortalecimiento de su capacidad de generación de flujos operacionales –impulsada en parte por un propicio escenario para la industria de la construcción en el corto a mediano plazo –le permitiría continuar con un perfil financiero estable, sin presiones sobre sus indicadores financieros.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

#### Fortalezas

- Amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación.
- Creciente cartera de proyectos adjudicados en su unidad de I&C.
- Perfil financiero con un componente relativamente bajo de deuda para el financiamiento de sus proyectos.
- Buenas expectativas de crecimiento en el corto y mediano plazo de la industria de la construcción.

#### Riesgos

- Operación en industria atomizada, altamente competitiva, con bajas barreras a la entrada y márgenes de operación relativamente estrechos.
- Fuerte exposición de su actividad a las variaciones en el ciclo económico.
- Baja diversificación de ingresos por segmentos de negocios y cobertura geográfica.
- Riesgos de sobrecostos, dada la operación a través de contratos de precio fijo.
- Altos requerimientos de capital para el financiamiento de proyectos inmobiliarios.

Analista: Catalina Pieber  
cpieber@feller-rate.cl  
(562) 757-0454

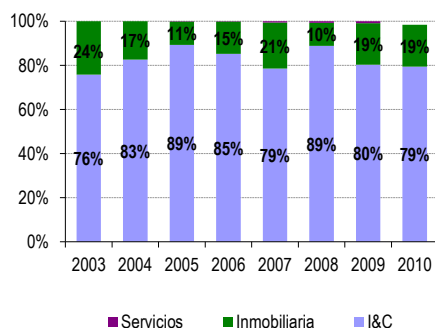
Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

**PERFIL DE NEGOCIOS** *INTERMEDIO*

**Propiedad**

*Ingevec S.A. es controlado por un grupo de empresarios chilenos, sus fundadores –José Antonio Bustamante, Francisco Vial y Enrique Besa– quienes en conjunto poseen el 84,7% de la propiedad a través de tres sociedades. El 15,3% restante pertenece a ejecutivos de la compañía, por medio de cinco sociedades.*

**Evolución de la composición de ingresos**



Fuente: Ingevec S.A.

Ingevec S.A. posee más de 27 años de experiencia en el rubro de la construcción, especialmente en el área de edificación habitacional y no habitacional. A lo largo de su historia, ha desarrollado más de 420 obras en los sectores comercial, industrial, habitacional y público, entre los cuales se pueden mencionar la Clínica Universidad de Chile (2005), la ampliación Boulevard de Parque Arauco (2005), la planta de Carozzi en Nos (2008), el Hotel Intercontinental (2009), la habilitación del Centro Cultural Gabriela Mistral (2010) y el Edificio Ejército Bicentenario (2010).

La estructura corporativa del grupo se compone de la matriz Ingevec S.A. de la cual se desprenden cuatro filiales directas, las que a su vez agrupan las cuatro unidades de negocio que opera la compañía. La unidad de mayor importancia para Ingevec la constituye Ingeniería y Construcción (I&C) con el 79,4% de los ingresos consolidados del año 2010, en tanto que la unidad inmobiliaria (que se subdivide en habitacional y comercial) alcanzó el 19% de los ingresos y la unidad de servicios, el 1,6% restante. Esta última, estructurada bajo la filial Asesoría y Gestión Ingevec SpA, presta servicios relacionados a la construcción tanto a terceros como a empresas relacionadas, tales como capacitaciones a trabajadores; servicios de instalaciones sanitarias, climatización y urbanizaciones; arriendo de maquinaria para la construcción; y la fabricación de baños prefabricados modulares, en asociación con la empresa alemana *Plantech*.

**— INGENIERIA Y CONTRUCCION (I&C)**

Ingevec participa en esta área a través de su filial Constructora Ingevec, la cual actúa principalmente como contratista de terceros y, en menor medida, como contratista de empresas relacionadas y a través de la participación en consorcios con empresas como DLP, Cypco, Inarco, Icafal, CVV, entre otras.

Esta filial está orientada a la construcción de proyectos de edificación, los cuales se subdividen en aquellos habitacionales (60% del total en 2010) y no habitacionales (40%) como supermercados, clínicas, cárceles, hoteles, entre otros. Durante el año 2010, la mayor parte de sus ingresos estuvieron concentrados en proyectos privados (79% del total), en la Región Metropolitana (84% del total) y de mandantes no relacionados con la compañía (75% del total). No obstante, Ingevec se encuentra desarrollando un plan de crecimiento enfocado a fomentar una mayor diversificación de su fuente de ingresos, a través de una ampliación de su cobertura geográfica nacional y la participación en una mayor cantidad de obras simultáneas.

**— INMOBILIARIA**

Ingevec opera en este segmento de negocios a través del desarrollo y gestión de proyectos inmobiliarios habitacionales –por medio de su filial Inmobiliaria Ingevec S.A.– y proyectos comerciales, por medio de Inversiones y Rentas Ingevec SpA, creada en 2010. La compañía participa ya sea en forma directa, a través de Progesta FIP, o 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.

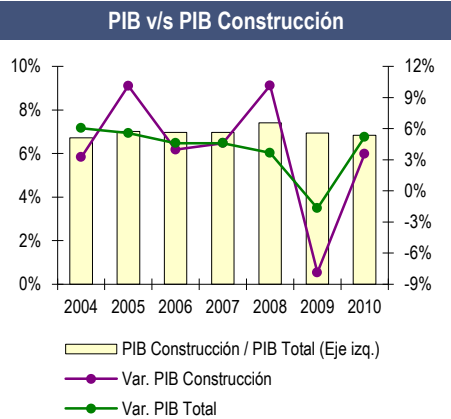
A lo largo de su historia, la mayor parte de los proyectos desarrollados han sido del tipo habitacional, especialmente edificios en altura ubicados en la Región Metropolitana con valores de venta por vivienda desde UF 800 a UF 3.500.

**Operación en industria cíclica, altamente atomizada y competitiva**

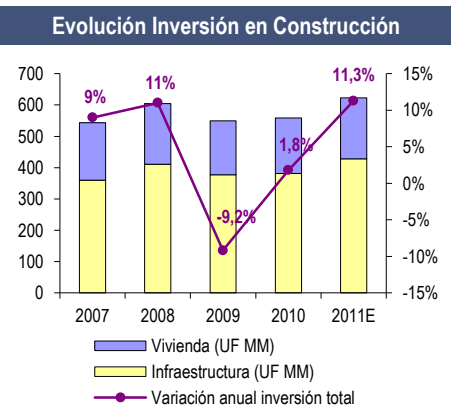
La industria de la construcción se constituye de varios oferentes que participan en los distintos negocios relacionados a esta actividad. En Chile, operan desde grandes constructoras de tamaño mundial, enfocadas en obras de infraestructura, hasta pequeñas compañías orientadas a áreas más específicas. Esto hace que las empresas compitan fuertemente mejorando su eficiencia de manera de ofrecer los menores costos con un mismo nivel de calidad en las construcciones. Lo anterior, determina una constante presión sobre los márgenes de operación normalmente estrechos.

Como valor de referencia y de acuerdo a las ventas en Chile sobre la inversión total en construcción del año 2010 publicada por la CChC, la compañía constructora más relevante a nivel nacional (y con información pública disponible) alcanzó una participación de mercado de 5,4%, lo que denota la gran cantidad de empresas constructoras existentes en nuestro país. Bajo el mismo modelo de medición, Ingevec alcanzó una participación de 0,5% durante el mismo período.

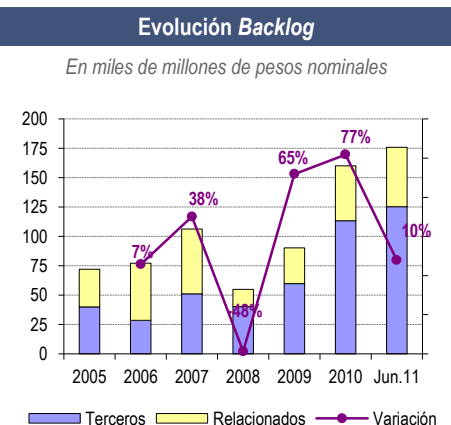
Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables



Fuente: Banco Central de Chile.



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.



En el ámbito inmobiliario, la oferta también se encuentra atomizada, existiendo una serie de empresas de tamaño pequeño y mediano. No obstante, dado que en este negocio es clave el conocimiento de los gustos y necesidades de los consumidores, muchas empresas inmobiliarias se han enfocado a mercados geográficos específicos o bien a segmentos de productos determinados. Adicionalmente, si bien se observa una tendencia hacia la implementación de mayores exigencias regulatorias que elevan los costos de los participantes de la industria, aún no existen fuertes barreras para el ingreso de nuevas empresas, lo cual constituye un riesgo adicional para los actuales competidores. Sin embargo, son factores decisivos el volumen y la calidad de las obras construidas.

Esta industria se caracteriza por ser pro-cíclica, mostrando variaciones más acentuadas que la economía global en periodos de recesión o de expansión. Variables como las condiciones de financiamiento, tanto para la empresa como para los clientes del sector inmobiliario, la tasa de desempleo, la inflación y las expectativas económicas, afectan fuertemente las decisiones de inversión en este importante sector de la economía (7,1% promedio del PIB total durante los últimos 3 años).

Durante el último período recesivo, específicamente en 2009, el PIB de la construcción se contrajo un 7,9%, en tanto que la inversión en construcción lo hizo en un 9,2%. En el año 2010, la esperada recuperación del sector se vio afectada en forma relevante por las consecuencias del terremoto, lo que se tradujo en un leve crecimiento de 1,8% en la inversión total en construcción, la cual fue impulsada con mayor fuerza por el sector vivienda (3,2%) y, en menor medida, por el segmento de infraestructura (1,2%).

La industria de la construcción cuenta con expectativas de un mayor dinamismo, inducido por el esperado crecimiento de la economía chilena en 2011 (entre 6% y 7% estimadas por el Banco Central) y de la inversión en construcción (de 11,3% estimada por la CChC). Esta última fuertemente asociada a un mayor gasto público en proyectos de infraestructura y a importantes proyectos de inversión privada en las áreas de minería y energía.

### Importante crecimiento de su cartera de proyectos adjudicados en la unidad de I&C asegura el desarrollo de actividades en el corto a mediano plazo

Después de la fuerte caída que sufrió el *backlog* a partir de 2008, éste ha retomado una tendencia de crecimiento desde fines de 2009, alcanzando niveles históricos en los últimos períodos. La cartera de proyectos alcanzó a \$160 mil millones en diciembre de 2010, de los cuales el 72% se ejecutaría durante el año 2011. Este monto representa un volumen de ingresos esperados equivalente a 2,2 veces los ingresos de I&C registrados en 2010, lo que permite proyectar que la compañía logrará un positivo repunte en la actividad durante este año.

Entre los factores que sustentan el positivo desempeño, destacan el alto grado de especialización logrado gracias a las mejoras en sus sistemas de información y control, la capacitación alcanzada por su equipo técnico y un mayor enfoque en los controles de calidad de las obras ejecutadas.

Lo anterior, también ha estado acompañado por políticas dedicadas a fortalecer su departamento de estudios, lo que le ha permitido incrementar considerablemente su cartera de propuestas. El monto de propuestas estudiadas en 2010 alcanzó a \$504 mil millones, con un crecimiento de 49% respecto al año 2009 y una tasa de adjudicación de 24%. De mantenerse esta tendencia y considerando las sólidas proyecciones del sector para el mediano plazo, Ingevec tendería a incrementar su *backlog* durante el año.

El saldo de obras por ejecutar a diciembre de 2010, estaba compuesto por 48 contratos con 33 clientes, entre los que se pueden mencionar como clientes externos a la Universidad de Chile, Corpgroup, Inmobiliaria Luz, Empresa Carozzi, Ejército de Chile, MOP, entre otras.

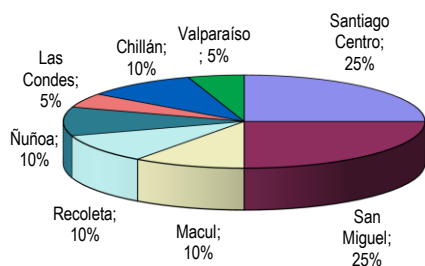
La cartera de proyectos ha registrado una progresiva diversificación por tipo de construcción. Históricamente, ésta había estado fuertemente concentrada en proyectos de edificación habitacional, no obstante, a diciembre de 2010, el 47% del *backlog* correspondía a obras no habitacionales, en relación a un porcentaje en torno a 25% registrado en los últimos años.

Si bien la compañía no ha tenido una participación importante en el segmento de obras públicas, en los últimos períodos se adjudicó cinco obras asociadas a empresas del Estado, las cuales representaban el 20% del *backlog* total a diciembre de 2010, en comparación a un promedio histórico en torno a 10%. Lo anterior, contribuye a una mayor estabilidad de los ingresos, dado el carácter contracíclico de la inversión en infraestructura del sector público.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

**Proyectos en venta y/o construcción**

Inmobiliaria	Participación Ingevec	N° de proyectos		N° de Unidades
		En construcción	En venta	
Progesta FIP	95,53%	4	5	1.808
Gimax / Alcance	20%-37%	2	4	1.854
Puerto Capital	13%-22%	0	2	289
Ingevec	50%	2	0	303
Bahías	13%	0	1	110
<b>TOTAL</b>		<b>8</b>	<b>12</b>	<b>4.394</b>



Del total de obras adjudicadas al 16 de junio de 2011 (que alcanzó a \$176 mil millones), el 71% correspondía a terceros, mientras que el 29% restante a proyectos de su área inmobiliaria. Se estima que en el mediano plazo esta composición por tipo de mandante se mantendría en rangos similares a los actuales.

**Modalidad de contratos contribuye a la flexibilidad financiera, si bien expone a Ingevec a riesgos de sobre costos**

Todos los contratos adjudicados por Constructora Ingevec, tanto de mandantes relacionados como de mandantes externos, son sobre la base de contratos a precio fijo (suma alzada), tradicionalmente recibiendo un pago anticipado y luego flujos de pago por parte de los clientes según el grado de avance y cumplimiento alcanzado por las obras. Esto 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.

En contraposición, los clientes transfieren a la compañía los riesgos asociados a posibles sobre costos y contingencias de los proyectos. No obstante, Ingevec cuenta con un buen historial de ejecución, manteniendo una baja desviación del margen proyectado en relación al margen obtenido.

Adicionalmente, todos los contratos son a precios de mercado, lo que garantiza e incentiva la competitividad de la empresa en el mercado.

**Área inmobiliaria presenta una baja diversificación por área geográfica aunque con un incipiente desarrollo del sector inmobiliario no habitacional**

Ingevec posee una cartera de 20 proyectos inmobiliarios en venta y/o construcción equivalentes a 4.394 viviendas, de las cuáles un 41% corresponde a aquellos desarrollados por Progesta y un 59% por empresas en que Ingevec participa en asociación con otras inmobiliarias.

La cartera de proyectos se encuentra fuertemente concentrada en la Región Metropolitana (85%), especialmente en las comunas de Santiago Centro y San Miguel. No obstante, ésta exhibe una incipiente diversificación geográfica, con once de los quince proyectos en desarrollo ubicados en regiones.

Lo anterior también está asociado a la menor disponibilidad de terrenos para desarrollos inmobiliarios con que cuenta actualmente la Región Metropolitana, lo que sin embargo varía de acuerdo al tipo de construcción (vertical u horizontal) y a los planos reguladores de cada comuna en particular.

La oferta habitacional de Ingevec está orientada a los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos con valores de venta estimados por vivienda entre UF 1.000 y UF 2.500, que alcanza el 85% del total de proyectos en construcción y/o venta y un 40% de aquellos en desarrollo (el 47% de estos últimos corresponde a viviendas económicas bajo UF 1.000 y el 13% sobre UF 2.500). Estos segmentos han presentado una mayor sensibilidad al ciclo económico, debido principalmente a las mayores restricciones en el acceso a financiamiento hipotecario en períodos recesivos de la economía.

Ingevec cuenta con un limitado banco de terrenos, lo que implica la necesidad de una constante búsqueda de nuevas ubicaciones que permitan desarrollar su negocio inmobiliario en el mediano plazo. Sin embargo, esto le otorga mayor flexibilidad financiera ante escenarios de menor demanda.

Durante el año 2010, Ingevec creó la filial Inversiones y Rentas Ingevec SpA (I&R Ingevec), con el objetivo de incrementar su participación en proyectos inmobiliarios del tipo comercial para venta y/o renta. La compañía participa ya sea como socio –en asociación con operadores y/o inversionistas, como gestor y desarrollador del proyecto y/o como constructor, a través de Constructora Ingevec. Actualmente, posee variados proyectos en estudio, entre los que destacan *strip centers* (24% del total en estudio), establecimientos ligados a la salud (16%), oficinas (12%) y bodegas (12%), entre otros.

Si bien la participación de Ingevec en este tipo de proyectos introduce una relativa mayor diversificación, esto no constituye un factor suficiente para disminuir significativamente el riesgo asociado a períodos económicamente adversos, dado que éstos también responden en forma importante a los ciclos económicos.

**Altos requerimientos de capital para el financiamiento de proyectos inmobiliarios**

Las decisiones de inversión y desarrollo de nuevos proyectos en la industria pueden implicar fuertes necesidades de recursos para el financiamiento de compras de terrenos y de capital de trabajo para

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

existencias. Agresivos planes de desarrollo y adquisiciones pueden derivar en altos niveles de endeudamiento que afecten la flexibilidad financiera de las empresas inmobiliarias. Adicionalmente, una vez que los proyectos inician construcción, éstos deben ser llevados a término, lo que limita la flexibilidad ante cambios bruscos en el entorno económico.

La modalidad de operación a través de consorcios, formados por dos o más compañías, permite desarrollar proyectos de mayor tamaño y complejidad técnica. Este esquema permite además, compartir el riesgo asociado a cada proyecto, alcanzar una mayor diversificación de cartera y favorecer una menor agresividad competitiva. En contrapartida, suelen implicar menores márgenes a la vez que introducen el riesgo operacional asociado a una administración compartida.

Dado que la mayor parte de los ingresos de Ingevec proviene del área de I&C, la compañía se encuentra menos expuesta al requerimiento de altos niveles de financiamiento para capital de trabajo. No obstante, cabe destacar que parte importante de los ingresos de su unidad de I&C provienen de proyectos de edificación habitacional y no habitacional, lo que la impacta en forma indirecta.

Si bien la empresa ha manifestado su interés por potenciar el crecimiento de su unidad inmobiliaria –e indirectamente de su unidad de I&C– la mayor parte del financiamiento requerido se obtendría por medio de una capitalización de la compañía, lo que permitiría acotar las necesidades de financiamiento externo.

### **Relación de largo plazo con proveedores y buen historial de pago de clientes**

Los principales proveedores de la compañía en su unidad de I&C son los fabricantes de insumos de construcción, tales como hormigón, acero, arriendo de equipos, entre muchos otros. Si bien la contratación de proveedores se hace por obra, la compañía ha privilegiado el desarrollo de relaciones de largo plazo asegurando la continuidad y calidad en el suministro de materiales.

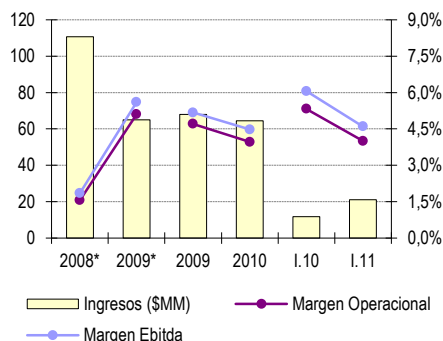
Respecto a los clientes de la unidad de I&C, éstos generalmente cuentan con una buena calidad crediticia, lo que unido a las políticas de seguimiento crediticio que efectúa Ingevec sobre ellos, le han permitido lograr un nulo nivel de incobrable.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

**POSICION FINANCIERA SÓLIDA**

**Ingresos y márgenes consolidados**

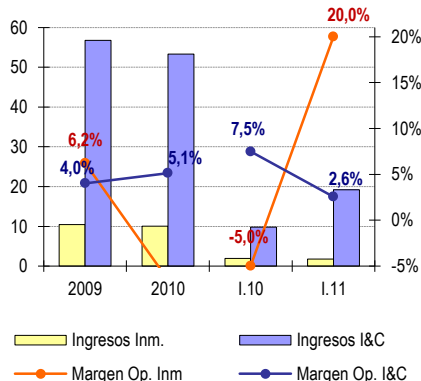
Cifras en IFRS



(\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal.

**Ingresos y márgenes por unidad de negocios\***

Cifras bajo IFRS en mil millones de pesos



(\*) Información preparada según información por segmentos detallada en Estados Financieros de Ingevec S.A. Cabe destacar que no se consideran cifras de la unidad servicios, por cuanto ésta representa una parte muy pequeña de la operación consolidada de la compañía (0,7% promedio de los ingresos 2009-I.11).

**Resultados y márgenes**

*Resultados desde 2008 afectados por la crisis financiera y, en menor medida, por el terremoto, pero con signos de recuperación en el último período*

La rentabilidad de la operación de la compañía está altamente relacionada con los volúmenes de operación que obtenga y con su nivel de participación y márgenes obtenidos en nuevas obras adjudicadas y proyectos propios.

Producto de la recesión económica que afectó en forma importante a la industria de la construcción, Ingevec experimentó un deterioro en los resultados de sus dos áreas de negocios (con un área de I&C fuertemente concentrada en proyectos de viviendas habitacionales durante 2008 y 2009). Al impacto de la crisis, en 2010 se sumó el efecto en los comportamientos de compra de los clientes a raíz del terremoto. La unidad inmobiliaria se vio mayormente afectada por un escenario de mayores restricciones en la obtención de créditos hipotecarios del segmento socioeconómico C2-C3, provocando un alto nivel de desistimientos. Esto se tradujo en una fuerte caída de las promesas de venta y una extensión de los plazos de venta. Ante este escenario de menor demanda, la empresa adoptó medidas tales como disminuir los precios de venta de algunas unidades incurriendo en mayores gastos operacionales (como gastos en publicidad), lo que finalmente impactó fuertemente la rentabilidad del negocio, el cual a diciembre de 2010 no había logrado obtener márgenes operacionales positivos.

Tras la disminución en el inicio de nuevos proyectos asociados al área inmobiliaria, la unidad de I&C de la compañía optó por orientarse a la construcción de obras a terceros, incrementando su importancia dentro del mix de ventas aunque con un mayor componente de obras habitacionales. Durante el año 2009, si bien el nivel de facturación disminuyó considerablemente respecto al año 2008 (lo que se había anticipado con la caída de 48% en el backlog hacia fines de 2008), los márgenes alcanzaron niveles históricos ante la caída en los costos de los principales insumos utilizados en la construcción. Luego, el terremoto no permitió la recuperación de la actividad que se había proyectado en un comienzo, lo que se tradujo en la nueva postergación de algunos proyectos, muchos de los cuales comenzaron a reanudarse durante el último trimestre de 2010.

El margen Ebitda consolidado en 2010 llegó a 4,5%, registrando una leve caída respecto a 2009 (5,2%), aunque manteniéndose por sobre el 2,5%<sup>1</sup> promedio alcanzado en el período comprendido entre 2004 y 2007. Cabe considerar que en 2010 los gastos de administración y ventas experimentaron un incremento anual de 14%, asociado a la reestructuración de negocios que llevó a cabo la compañía y a los mayores gastos ocasionados por el terremoto.

Al cierre del primer trimestre de 2011, los ingresos registraron un incremento anual de 79% –reflejando la mayor actividad de la unidad de I&C y la baja base de comparación– en tanto que el Ebitda lo hizo en un 37%. El fuerte incremento del margen de la unidad inmobiliaria responde a principalmente a una normalización de los parámetros del negocio.

En vista de las sólidas proyecciones que presenta la industria para el año 2011 y el fuerte incremento que ha registrado el backlog de obras por facturar, se estima que Ingevec continuaría mostrando una favorable evolución de los resultados de su negocio de I&C. En tanto, su unidad inmobiliaria se espera que muestre una mayor facturación a partir de 2012, puesto que actualmente la compañía cuenta con una menor oferta de viviendas, dada la disminución en el inicio de nuevos proyectos durante la crisis. Asimismo, si bien los segmentos socioeconómicos C2 y C3 (objetivos de Ingevec), han presentado una menor velocidad de recuperación, producto de la disminución de subsidios habitacionales a raíz del terremoto y al endurecimiento de las políticas crediticias, estos son factores que debieran comenzar a normalizarse en el mediano plazo.

Se estima que en el mediano plazo, Ingevec debiera alcanzar una progresiva diversificación de su fuente de ingresos, a través del desarrollo de proyectos inmobiliarios comerciales, la ampliación de su cobertura geográfica y la participación en un mayor número de licitaciones públicas en su unidad de I&C.

<sup>1</sup> Cifra obtenida bajo una consolidación Proforma efectuada por la compañía, puesto que Ingevec S.A. se constituyó en el año 2008.

Solvencia **BBB**  
Perspectivas **Estables**

## Endeudamiento y flexibilidad financiera

*Políticas financieras conservadoras privilegiando la mantención de moderados niveles de endeudamiento*

Ingevec se ha caracterizado por privilegiar el financiamiento de sus proyectos con recursos propios, lo que se ha reflejado en bajos indicadores de endeudamiento respecto a otras empresas del sector. Lo anterior, ha estado asociado por un lado, a la adopción de políticas financieras conservadoras y, por otro, a la menor participación que posee la unidad inmobiliaria dentro de su estructura de operación.

Para el financiamiento de los proyectos inmobiliarios, la compañía cuenta con líneas de crédito asociadas a la construcción de cada proyecto individual, estructuradas de acuerdo al plazo de venta de los mismos y con garantía sobre los terrenos de los proyectos que financian. Para el financiamiento de los terrenos y de otros ítems como servicios profesionales y gastos de ventas, Ingevec utiliza principalmente los recursos generados internamente, no obstante, también cuenta con líneas bancarias corporativas para estos fines.

Del total de stock de deuda financiera al cierre del primer trimestre de 2011, el 85% se encuentra emplazado en las filiales de la unidad inmobiliaria, principalmente de Progesta FIP. Es por esta razón que, casi el 100% de la deuda consolidada de Ingevec posee vencimientos de corto plazo, en orden al plazo de venta de los proyectos en desarrollo y escrituración.

Ingevec alcanzó su mayor nivel de deuda financiera a fines de 2008, la cual llegó a \$14.516 millones, en relación a un monto promedio estimado en los tres años precedentes de \$9.465 millones<sup>2</sup>. Sin embargo, a partir del año 2009, dada la menor velocidad de venta de las viviendas y un consecuente ajuste en el inicio de nuevos proyectos inmobiliarios, Ingevec ha reducido su stock, el cual llegó a \$6.366 millones a marzo de 2011, es decir, un 22% y 44% menor al cierre de 2010 y 2009, respectivamente.

El indicador de deuda financiera sobre Ebitda se elevó a 7,1x en 2008, sin embargo, gracias a las reducciones de deuda en los años siguientes y en especial al fuerte incremento que evidenció el Ebitda consolidado el año 2009, este indicador ha registrado una considerable mejoría ubicándose en 2,8x y 2,0x en diciembre de 2010 y marzo de 2011, respectivamente.

Similar evolución registró la cobertura de gastos financieros, la cual, al verse deteriorada en el año 2008, retomó una senda de recuperación llegando a 15,1x al cierre del primer trimestre de 2011.

## Mantención de su política de dividendos y bajas necesidades de inversión en activo fijo

Ingevec ha mantenido en los últimos años una política de reparto de dividendos del orden del 40% de las utilidades líquidas, lo que se estima se mantendrá en rangos similares en el mediano plazo y no debiera generar presiones sobre su perfil financiero.

La compañía cuenta con bajas necesidades de inversión en activo fijo, por cuanto, la gran mayoría de la maquinaria utilizada en la construcción la arrienda a terceros. En tanto, las necesidades de inversión se concentran principalmente en su unidad inmobiliaria, ya sea como capital de trabajo para el desarrollo de los proyectos inmobiliarios o bien, en la adquisición de participaciones en las distintas inmobiliarias en que participa junto a terceros.

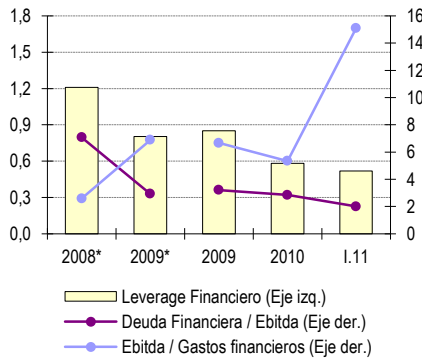
## Capitalización de la compañía permitiría el desarrollo de un importante plan de crecimiento

Para la ejecución de su plan de crecimiento, Ingevec tiene contemplado realizar un aumento de capital antes de septiembre de 2011, efectuando su primera colocación equivalente a 270 millones de acciones, de las cuales, 260 millones serán ofrecidas preferentemente a los accionistas y posteriormente al público general, en tanto que las 10 millones de acciones restantes serán destinadas al plan de compensación a ejecutivos. Con tal propósito, en junio de 2011, obtuvo la inscripción de sus acciones en la Superintendencia de Valores (SVS).

El plan de desarrollo actual de Ingevec tiene como objetivo alcanzar una mayor diversificación de su cartera de proyectos, a través de un incremento en su base patrimonial. Esto le permitiría participar en un mayor número de obras simultáneas (en sus dos áreas de negocios) en conjunto con la posibilidad de

### Índices de endeudamiento

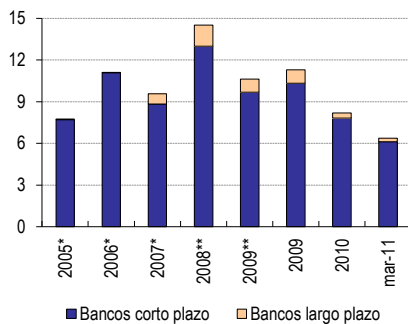
Cifras en IFRS



(\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal.

### Evolución deuda financiera

Cifras en mil millones de pesos

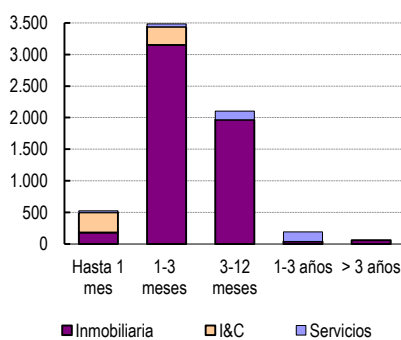


(\*) Estados financieros Proforma.

(\*\*) Cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal.

### Perfil de amortizaciones por unidad de negocios

A marzo de 2011, en millones de pesos



2 Cifra real (en pesos de diciembre de 2009) obtenida bajo una consolidación Proforma efectuada por la compañía, puesto que Ingevec S.A. se constituyó en el año 2008.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

adjudicarse obras del sector público en las que actualmente no estaba presente dados los requerimientos de capital patrimonial que algunas de éstas generalmente especifican.

La compañía también potenciará el desarrollo de proyectos inmobiliarios habitacionales en regiones, ampliando su cobertura geográfica, ya que actualmente presenta una fuerte concentración en la Región Metropolitana. Asimismo, creó en 2010 una filial dedicada al desarrollo de proyectos inmobiliarios comerciales, lo que también agrega, si bien todavía en baja medida, mayor diversificación al mix de ventas.

Se espera que el stock total de deuda financiera aumente en el transcurso del 2011, debido principalmente al inicio de una mayor cantidad de proyectos inmobiliarios. Sin embargo, esto se vería compensado con un incremento de su capacidad de generación operacional –asociado a una mayor actividad de I&C– lo que unido al fortalecimiento de su capital patrimonial, contribuirían a mejorar su conjunto de indicadores financieros en 2011, los que tenderían a normalizarse a partir de 2012 en niveles similares a los actuales.

Puntualmente, la clasificación considera rangos de deuda financiera sobre Ebitda bajo 2,5x hacia fines de 2011 y bajo 3,0x hacia fines de 2012. Respecto a la relación de deuda financiera sobre patrimonio, que a marzo de 2011 llegó a 0,5x, se espera que ésta se contraiga considerablemente posterior al aumento de capital y que a partir de 2012 se establezca en niveles similares a los actuales.

Las clasificaciones actuales consideran que, en caso de que el aumento de capital no se llevara a cabo en los términos que la compañía espera, ésta última ajustaría su plan de crecimiento de tal manera de no crear presiones adicionales sobre su perfil financiero.



Solvencia	Jun. 2011
Perspectivas	BBB
Acciones	Estables
	Primera Clase Nivel 4

### Resumen Financiero Consolidado

Cifras bajo IFRS en millones de pesos

	Bajo IFRS Proforma <sup>(1)</sup>			Bajo IFRS		
	2008	2009	2009	2010	Mar.10	Mar.11
Ingresos	110.705	65.084	67.901	64.437	11.708	21.008
Ebitda <sup>(2)</sup>	2.053	3.626	3.514	2.884	709	975
Ebitda Ajust. <sup>(3)</sup>	2.505	3.428	3.509	2.823	724	1.036
Resultado Operacional	1.733	3.346	3.194	2.553	624	851
Gastos Financieros	-791	-527	-527	-539	-132	-65
Resultado del Ejercicio	1.443	1.890	1.890	2.523	622	801
Flujo de Caja Neto Op. (FCNO)	-2.889	7.222	7.288	6.883	1.630	6.024
Inversión en activos fijos	-397	-113	-113	-110	-27	-127
Variación de deudas financieras	6.259	-3.884	-3.884	-3.091	0	-1.827
Dividendos pagados	-455	-616	-616	-917	-324	-1.318
Caja y Equivalentes	656	501	566	470	621	2.944
Activos Totales	37.958	33.443	35.610	35.515	-	36.500
Pasivos Exigibles	25.945	20.197	22.364	21.425	-	24.209
Patrimonio + In. minoritario	12.013	13.247	13.247	14.090	-	12.291
Deuda financiera corto plazo	12.982	9.671	10.324	7.821	-	6.114
Deuda financiera largo plazo	1.533	961	961	373	-	252
Deuda financiera total	14.516	10.632	11.285	8.194	-	6.366
Margen Bruto (%)	4,9%	10,4%	10,0%	10,4%	14,3%	9,6%
Margen Ebitda (%)	1,9%	5,6%	5,2%	4,5%	6,1%	4,6%
Margen Ebitda Ajust. <sup>(3)</sup> (%)	2,3%	5,3%	5,2%	4,4%	6,2%	4,9%
Margen Operacional (%)	1,6%	5,1%	4,7%	4,0%	5,3%	4,0%
Margen Neto (%)	1,3%	2,9%	2,8%	3,9%	5,3%	3,8%
Res. Operacional / Activos <sup>(4)</sup> (%)	4,6%	10,0%	9,0%	7,2%	-	7,0%
Rentabilidad Patrimonial <sup>(4)</sup> (%)	12,0%	14,3%	14,3%	17,9%	-	22,0%
Leverage (vc)	2,16	1,52	1,69	1,52	-	1,97
Leverage financiero (vc)	1,21	0,80	0,85	0,58	-	0,52
Ebitda / Gtos. Financieros (vc)	2,6	6,9	6,7	5,3	5,4	15,1
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(4)</sup> (vc)	7,1	2,9	3,2	2,8	-	2,0
Deuda Fin. Neta / Ebitda <sup>(4)</sup> (vc)	6,8	2,8	3,1	2,7	-	1,1
Liquidez corriente (vc)	1,2	1,3	1,5	1,4	-	1,2
FCNO / Deuda Fin. Neta <sup>(4)</sup> (vc)	-21%	71%	68%	89%	-	330%

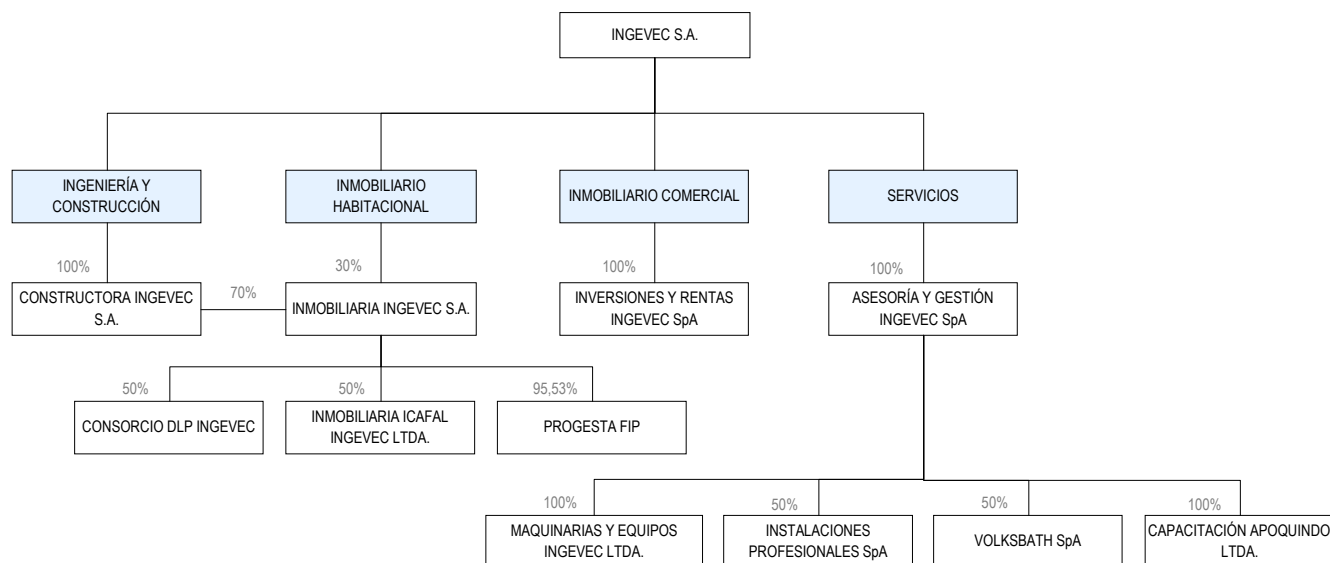
(1) En los Estados Financieros Proforma, las cifras no consolidan resultados de Consorcio DLP e Inmobiliaria Ingevec Icafal (éstas son registradas como inversiones en asociadas). En los Estados Financieros bajo IFRS, estas empresas se consolidan proporcionalmente a la participación que tiene Ingevec S.A. en ellas.

(2) Ebitda: Resultado Operacional + depreciación y amortización de activos. En el caso del Ebitda a marzo de 2011, esta cuenta además incluye \$237,4 millones, incluidos dentro de la cuenta "otros ingresos, por función" y que corresponden a montos provenientes de Progesta FIP por concepto de reparaciones de existencias inmobiliarias a causa del terremoto, las cuales fueron recibidas como reembolsos por las compañías de seguro. Cabe destacar que, en la próxima publicación de Estados Financieros, este monto será reclasificado como un menor costo de explotación.

(3) Ebitda Ajustado: Ebitda + Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(4) Indicadores a marzo de 2011 se presentan anualizados.

### Resumen Estructura Societaria



### Características de los Instrumentos

#### ACCIONES

Presencia ajustada	-
Rotación	-
Concentración de propiedad	84,7%
Política de dividendos	Al menos 30% de las utilidades líquidas del ejercicio
Mercados en que transa	-
Precio Bursátil de la acción	-
Valor libro ajustado	-
Relación Precio Utilidad	-

La clasificación 1ª Clase Nivel 4 refleja un adecuado nivel de solvencia del emisor y que los títulos no poseen un historial de transacciones en el mercado, debido a que la empresa no ha realizado aún una apertura en Bolsa.

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. 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. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.