

Debido a un menor endeudamiento y al incremento de su base patrimonial

***Humphreys* modifica a “Favorable” tendencia de los bonos de Ingevec S.A.**

Santiago, 13 de julio de 2018. **Humphreys** decidió modificar la tendencia de clasificación de los bonos series A de **Ingevec S.A. (Ingevec)** a “Favorable”, manteniendo la clasificación en “Categoría BBB”. Los títulos accionarios continúan en “Primera Clase Nivel 3” con tendencia “Estable”.

El cambio en la tendencia de clasificación de los bonos desde “Estable” a “Favorable”, responde a que la emisora ha registrado una continua caída en sus indicadores de endeudamiento relativo respecto a su capacidad de generación de flujos, toda vez que el indicador de deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹ se ha reducido a niveles de 3,9 veces a marzo de 2018, desde valores superiores a 12 veces en 2014, en tanto que el indicador de deuda financiera respecto al EBITDA anualizado se reduce a valores de 2,5 veces a marzo de 2018. Por otra parte, recientemente se efectuó un incremento de capital, lo cual da cuenta del compromiso de los controladores con la compañía y permite contar con una mayor base patrimonial, para enfrentar de mejor manera los vaivenes cíclicos de la actividad constructora.

La clasificación de la línea de bonos de deuda de **Ingevec** en *Categoría BBB* se fundamenta, principalmente, en el reconocimiento de su experiencia y larga trayectoria en el mercado de la construcción, lo que incluye capacidad operativa y habilidad en el control de costos y asignación de recursos, principalmente, de 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 evaluación incorpora, además, el mayor desarrollo y profundización del sistema de financiamiento hipotecario, situación que favorece directamente el negocio inmobiliario y en forma indirecta el de construcción.

La estructura del instrumento, caracterizada por la existencia de una cuenta de reserva que requiere depositar con seis meses de anticipación el valor de la cuota por vencer, es otro aspecto que apoya la clasificación de la emisión de títulos de deuda. Esto, porque la medida busca asegurar la liquidez del emisor y limitar la deuda que pueden asumir las filiales. Si bien esta cláusula fue modificada con el último cambio de escritura efectuado en septiembre de 2016, y, en opinión de **Humphreys**, es menos restrictiva que la original, aún representa un resguardo favorable para el bonista. Además, debe considerarse que la deuda pública se reduce en 20%.

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.

Ilustración 1
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
 (2012- marzo 2018)

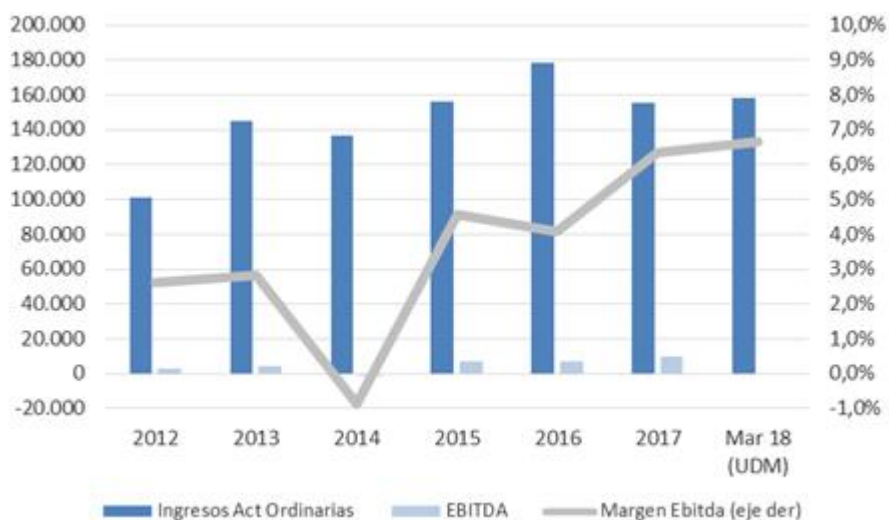
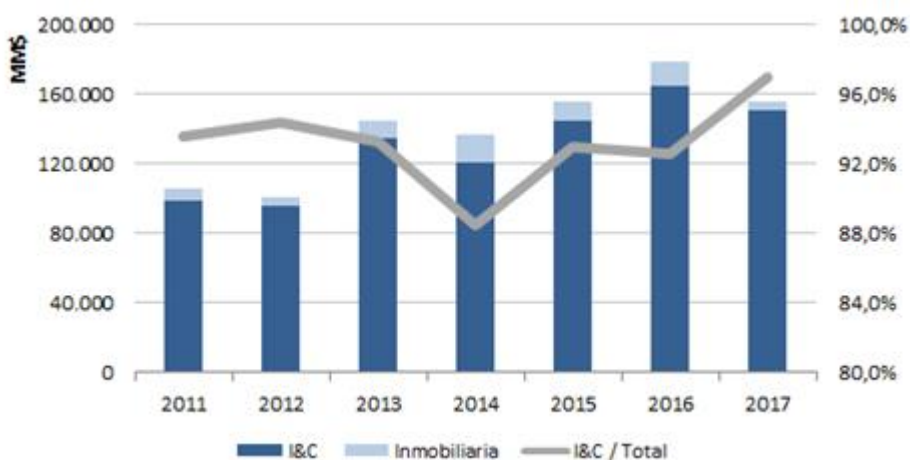


Ilustración 2
Descomposición Ingresos INGEVEC 2011-2017



Tampoco es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que la compañía cuente con una cartera atomizada de proyectos, que a marzo de 2018 asciende a aproximadamente 50 iniciativas, distribuidas de manera adecuada en distintas regiones y entre aproximadamente 29 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.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación se ha considerado la sensibilidad de la empresa a los ciclos económicos 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 (riesgo de presupuestación). Dentro del negocio inmobiliario, en períodos de recesión, está el riesgo de caídas en los márgenes de ventas y 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.

También la clasificación toma en consideración que parte de la deuda financiera del emisor está asociada al negocio inmobiliario y que, independiente de cómo 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 corresponda) 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, la que genera sus ingresos mayoritariamente por el negocio de construcción e ingeniería (segmento de negocios no afecto a este tipo de riesgo).

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 en su mayoría al segmento medio-bajo, tanto en el sector privado como el público.

Durante 2017 la empresa tuvo ingresos por US\$ 253 millones y un EBITDA de US\$ 16,1 millones. La deuda financiera a diciembre de ese año fue de US\$ 43,7 millones y el patrimonio de US\$ 52,7 millones. A la misma fecha, la empresa tenía inventarios por US\$ 3,2 millones, de los cuales aproximadamente el 1,8% correspondían a bienes raíces urbanos edificados. A marzo de 2018 los ingresos alcanzaron US\$64 millones, lo que representa un aumento de 7,2% respecto del mismo período del año anterior. El EBITDA, por su parte, se incrementó en 33,5%, explicado principalmente por el incremento en el margen bruto del segmento de ingeniería y construcción.

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Resumen instrumentos clasificados:

| Tipo de instrumento | Nemotécnico | Clasificación |
|---------------------|-------------|-----------------------|
| Acciones | INGEVEC | Primera Clase Nivel 3 |
| Línea de bonos | | BBB |
| Bonos | BINGE-A | BBB |

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 -22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".