



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO



Informe trimestral

Industria de la construcción

Comportamiento histórico 2013 - 2023

Diego Segovia

diego.segovia@humphreys.cl

Paula Acuña

paula.acuna@humphreys.cl

Consideraciones

El siguiente documento presenta información de empresas de la construcción registradas en la Comisión para el Mercado Financiero que cuentan con líneas de bonos, bonos y/o efectos de comercio, y/o están listadas en el IPSA de la Bolsa de Comercio de Santiago. La información fue obtenida de los reportes que elabora **Humphreys Advisors**, así como de fuentes públicas, con fecha de corte a septiembre 2023. En particular, este documento se concentra en las siguientes empresas:

1. Besalco S.A.
2. Echeverría Izquierdo S.A.
3. Empresa Constructora Moller & Perez-Cotapos S.A.
4. Ingevec S.A.
5. Salfacorp S.A.

De acuerdo con la metodología utilizada por **Humphreys**, los indicadores presentados deben ser contrastados con elementos particulares que presenta cada compañía dentro de la industria en la que participa y que, en definitiva, le dan viabilidad de largo plazo (dentro de los elementos más relevantes destacan la participación de mercado, la diversificación geográfica, diversificación de las líneas de producto, concentración de ingresos en proyectos particulares, liquidez, resultados financieros, administración del inventario, estrategias de adquisiciones de terrenos, antigüedad en la industria, apoyo de matriz y gobierno corporativo). En este sentido, cabe destacar, que la fortaleza o debilidad de un *ratio* financiero no depende sólo de la industria genérica en donde se inserta una compañía, sino que, además, es relevante el modelo de negocio de la entidad.

Dentro la industria y específicamente dentro de las empresas de estudio, se distinguen variadas unidades de negocios que, dependiendo del enfoque estratégico de la firma, se centran en mayor o menor medida en los segmentos referidos a actividades industriales, de obras civiles o inmobiliarias.

El sector de la construcción e inmobiliario, y así lo muestran las variaciones en su actividad, es comparativamente más riesgoso, situación que suele reflejarse en las clasificaciones de riesgo. Sin embargo, cuando se evalúa la capacidad de pago de la deuda de las empresas, es importante saber distinguir la realidad específica de cada una de ellas, lo que puede implicar el uso de criterios distintos al que utiliza un analista que sigue el precio de las acciones. Cuando se efectúa una clasificación de riesgo (que mide solvencia y no valor económico), lo más relevante no es si una empresa tendrá o no utilidades el próximo período, sino cuál es su capacidad para seguir operando y cumplir con sus compromisos, aun cuando enfrente un entorno desfavorable. Y bajo esta perspectiva, la experiencia parece mostrar, ratificado por la pandemia, que las compañías de mayor tamaño tienen un riesgo crediticio sustancialmente menor que las de menor escala, al margen que la variación de sus ingresos y resultados sean similares. Dado ello, **Humphreys**, en su constante esfuerzo por mejorar la calidad de sus *ratings*, ha efectuado un sucinto estudio del sector construcción, el cual, en el futuro, si corresponde, puede ser introducido con mayor énfasis en los criterios de evaluación.

Contexto de la industria

Actualmente la industria de la construcción pasa por uno de sus momentos más áridos desde la crisis subprime del año 2009. La pandemia, junto con los problemas macroeconómicos de los siguientes periodos, no solo han debilitado la liquidez de sus clientes, sino que también trajo consigo problemas en los costos de los materiales, menores volúmenes de *backlog* y un acceso al crédito muy restringido, con costos de fondos elevados, lo que se traduce en una menor demanda en lo que respecta a créditos hipotecarios y un menor apoyo por parte de sus acreedores dado el mayor riesgo del negocio.

Lo anterior, se ve reflejado en que a noviembre de 2023, 134 firmas de la industria hayan solicitado su liquidación, significando un alza de un 15,5% respecto a igual periodo del año anterior. Desde una perspectiva más amplia de tiempo, se observa que la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento ha recibido 731 solicitudes de liquidación y 37 de reorganización en los últimos cinco años.

Evolución de los flujos

Al observar las variaciones trimestrales de las ventas con respecto a los mismos periodos anteriores desde 2019 a la fecha (en términos reales), se visualiza que el mayor periodo de contracción, considerando todos los actores del análisis, se obtuvo en el segundo trimestre de 2020, con bajas de hasta 57% con respecto al mismo periodo de 2019. Lo anterior, se explica principalmente por los efectos de la pandemia, lo que provocó un mayor número de desistimientos dadas las condiciones de otorgamiento de créditos y menores niveles de *backlog*, considerando las expectativas inciertas de la industria en dicho periodo.

No obstante, esta contracción se revirtió con fuertes alzas en 2021, periodo de alta liquidez dados los retiros masivos de las cotizaciones provisionales, medida adoptada por el gobierno para hacer frente a la crisis macroeconómica coyuntural. Sin embargo, este repunte no duraría muchos trimestres, dado que algunos proyectos se volvieron inviables producto de un incremento en los costos de operación.

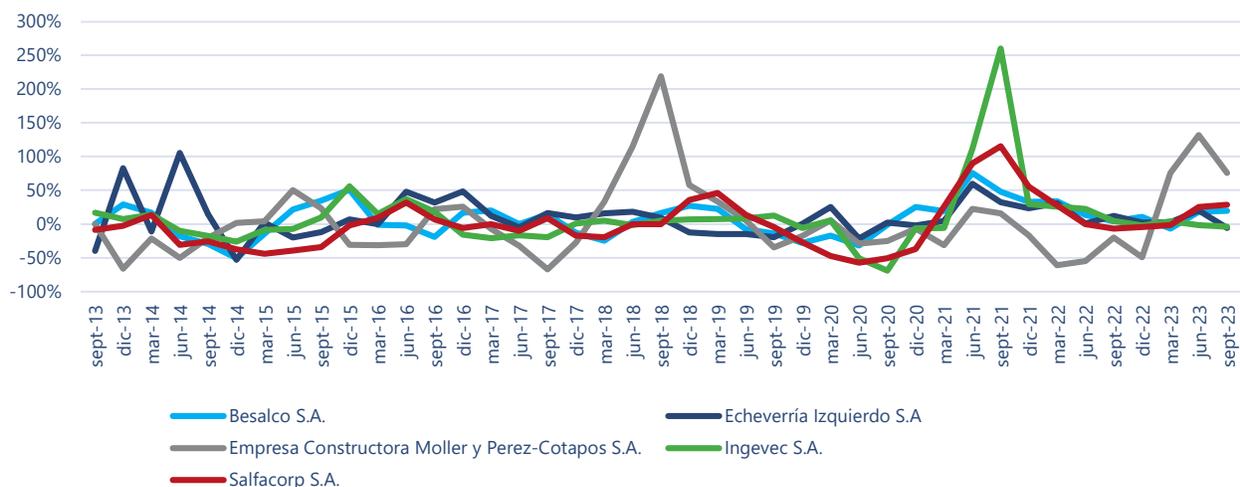


Ilustración 1: Variación trimestral ingresos respecto mismo trimestre anterior

Al analizar los ingresos anualizados, se exhibe para las empresas del rubro un comportamiento similar en cuanto tendencias al alza o a la baja, no así en lo relativo a su nivel de volatilidad, donde se observa que empresas más diversificadas o asociadas a rubros más estables, como la minería, tienden a mantener menor nivel de variabilidad en sus flujos.

En cuanto a escala, las principales firmas del país obtuvieron ingresos consolidados y anualizados durante los últimos doce meses terminados a septiembre de 2023 por \$ 960.261 millones para Salfacorp S.A., seguido por Besalco S.A. (\$ 864.619 millones), Echeverría Izquierdo S.A. (\$ 579.352 millones), Ingevec S.A. (\$ 278.618 millones) y Moller & Pérez-Cotapos S.A. (\$ 141.766 millones).

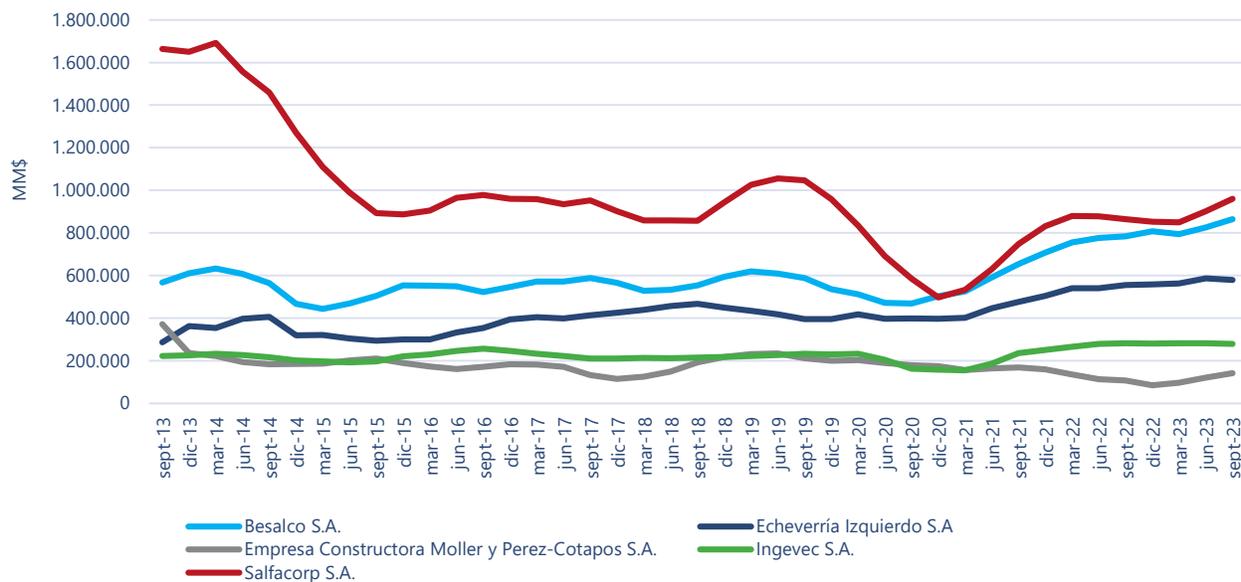


Ilustración 2: Ingreso anual móvil ajustado por inflación

El EBITDA de las firmas analizadas presenta una alta variación en los periodos de análisis, algo propio de la industria y que refleja el riesgo sectorial. En lo acumulado a septiembre de 2023, destaca en niveles de EBITDA, Besalco S.A., exhibiendo un acumulado de \$162.144 millones, la sigue Salfacorp S.A., cuyo EBITDA acumulado ascendió a \$ 94.896 millones, posteriormente tenemos a Echeverría Izquierdo S.A. con \$ 43.513 millones, Ingevec S.A. con \$ 11.628 millones y, finalmente, Moller & Perez-Cotapos, con \$ 7.102 millones.

Cabe destacar que si bien el escenario actual de la economía chilena ha afectado a variadas empresas del rubro, llevándolas incluso a su quiebra, también ha proporcionado una segunda derivada en los *player* con mayor presencia, resiliencia y envergadura en el mercado, disminuyendo la competencia del sector y beneficiándose, por ejemplo, de licitaciones con un menor número de participantes. Si bien lo anterior, en algunos casos, puede impulsar los márgenes a la baja dada la necesidad de las empresas más afectadas de hacerse con un *backlog*, esto no se ha visto reflejado fehacientemente en los resultados de las firmas analizadas, mostrando aumentos en sus flujos los últimos trimestres.

Al analizar la rentabilidad sobre patrimonio, se aprecia que, en términos de cuantía, Besalco S.A. mantiene el liderazgo con un 21,4% a septiembre de 2023 (UDM), seguido de Ingevec S.A. con un 13,73% y Echeverría Izquierdo con un 13,21%. No obstante, en términos promedio en los últimos cinco años, la empresa que ha mantenido un mayor ratio de rentabilidad ha sido Ingevec S.A., con un 14,08%.

Cabe mencionar que, luego de las caídas de la rentabilidad sobre patrimonio a raíz de la pandemia y sus respectivas consecuencias en los mercados, se reconoce que los indicadores se han recuperado, a excepción de los de Moller & Perez-Cotapos S.A., cuya firma ha sido afectada en mayor cuantía en comparación con las otras empresas del análisis, en parte, por su mayor exposición al mercado inmobiliario.

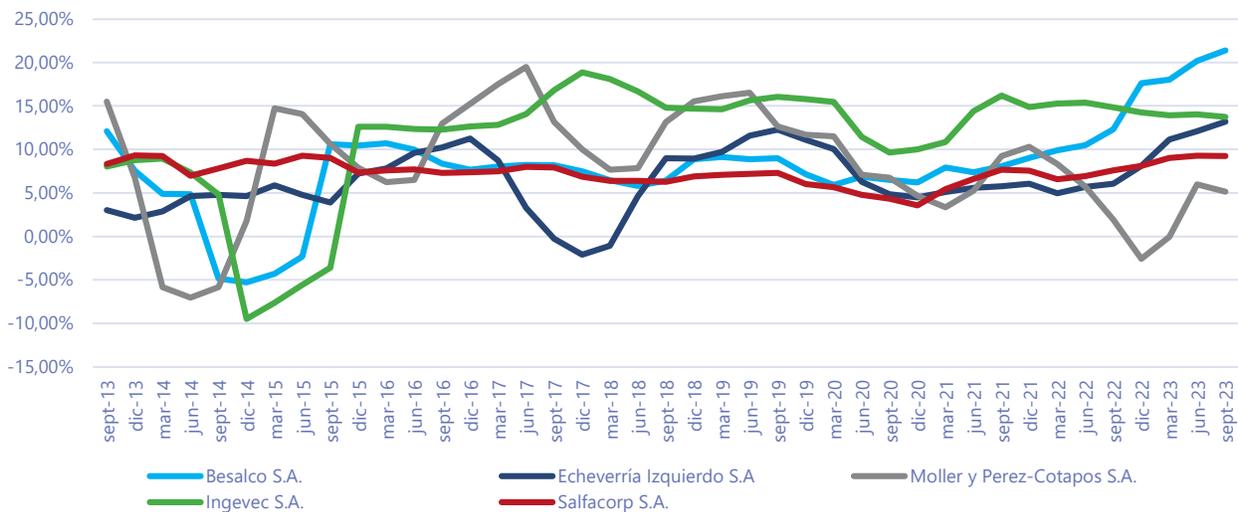


Ilustración 5: Retorno sobre Patrimonio

En cuanto a la rentabilidad de los activos, se aprecia que en los resultados obtenidos a septiembre de 2023 se repiten los mismos patrones descritos con anterioridad, pero con diferencia en su cuantía. Así, se presenta a Besalco S.A. con un ratio que alcanza un 5,67%, seguido de Ingevec S.A. con un 4,35%, Echeverría Izquierdo S.A. con un 3,83%, Salfacorp con un 3,04% y, finalmente, Moller & Perez-Cotapos S.A. con un 0,96%.

Por otro lado, la liquidez de las empresas de la industria, medida como razón corriente (activos corrientes sobre pasivos corrientes), se ha mantenido muy cerca de la unidad en la mayor parte de los periodos de análisis, siendo Besalco S.A. la entidad mejor posicionada con valores promedio en torno a las 1,34 veces (desde septiembre de 2018 a la fecha). En general, estas empresas tienden a mantener niveles de liquidez bajos, siendo los principales componentes del activo corriente las cuentas por cobrar y los inventarios y del pasivo corriente las cuentas por pagar comerciales y otros pasivos financieros. Se hace válido mencionar en este apartado que una gran parte de los pasivos financieros corrientes se servirán con la venta de los activos terminados de la firma.

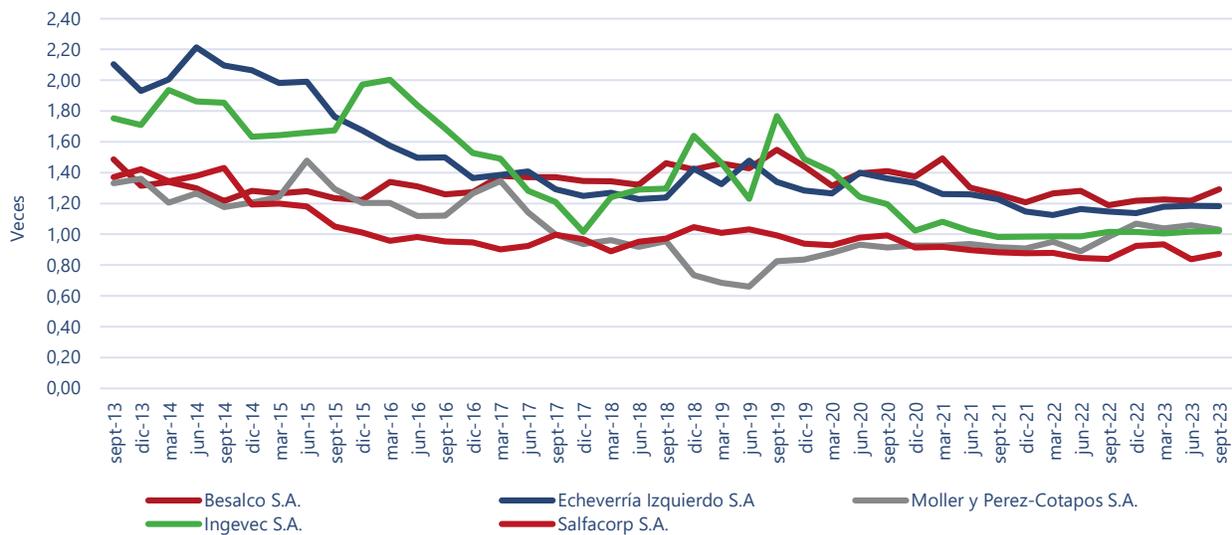


Ilustración 7: Liquidez (razón corriente)

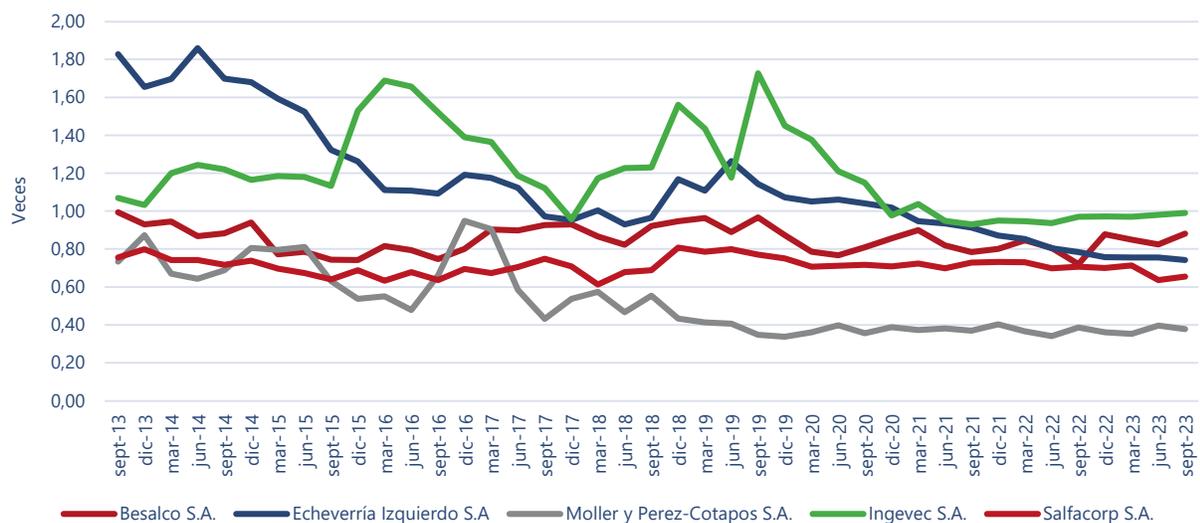


Ilustración 7: Liquidez (razón ácida)



Disclaimer

Este Documento de Trabajo es un resumen de principales indicadores financieros que pueden ser utilizados dentro de un proceso de evaluación formal realizado por **Humphreys**, pero no puede ser considerado como una guía sobre los elementos que determinan una clasificación de riesgo asignada al emisor o a algún instrumento de oferta pública emitido por la compañía.