



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO



Informe trimestral

Industria Construcción e Inmobiliaria

Comportamiento histórico

Enero de 2025

Equipo de Finanzas Corporativas

ratings@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 septiembre 2024. En particular, este documento se concentra en las siguientes empresas:

1. Besalco S.A.
2. Echeverría Izquierdo S.A.
3. Moller & Perez-Cotapos S.A.¹
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 diversificación geográfica, diversificación en líneas de negocio, administración de inventario, proyectos en ejecución, resultados financieros y fortaleza de la administración). 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 desarrollado por 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, minería e inmobiliarias.

El sector 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 análisis del sector construcción con el comportamiento de los principales indicadores a nivel industria y por emisor.

¹ Sin clasificación de riesgo vigente.

Industria

Dentro de la industria se hace relevante identificar los principales indicadores que tienen una incidencia directa en la viabilidad y rentabilidad del sector. En primer lugar, se tiene el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) que, a septiembre 2024, muestra una variación anual de -0,1%, baja que refleja que se está atenuando la desaceleración si se compara con el mismo periodo del año anterior donde la variación fue de -7,7%.

Por otro lado, si observamos la cantidad de meses promedio que tarda la venta² de viviendas a nivel nacional, a septiembre de 2024 se tiene uno de los niveles más altos de las últimas décadas (34,9 meses), revirtiendo la recuperación que se percibía durante el primer semestre de 2024 (29,0 meses para agotar el stock disponible³). Esta situación demora la posibilidad de iniciar nuevas construcciones en este segmento.

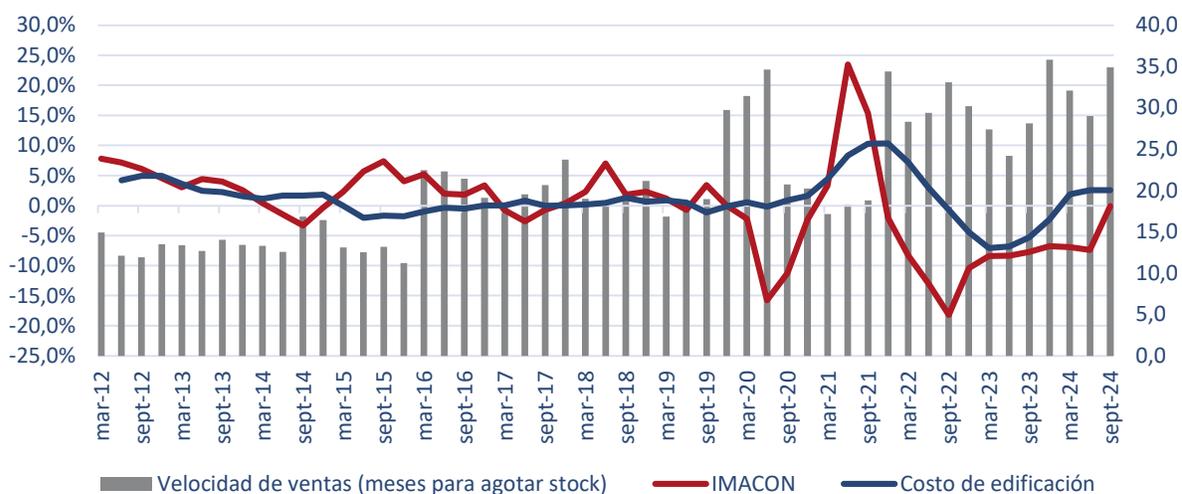


Ilustración 1: Evolución variables macroeconómicas

En tanto, los costos de edificación exhiben un crecimiento de 2,5% en el último periodo (respecto del año anterior) asociado al mayor costo de mano de obra, mostrando una variación positiva a partir de marzo del 2024 exhibiendo una relación inversa con los márgenes del sector.

² Relación medida entre el stock disponible y ventas de departamentos y casas.

³ El indicador asume que el ritmo de ventas se mantiene y no aumenta la cantidad de unidades disponibles.

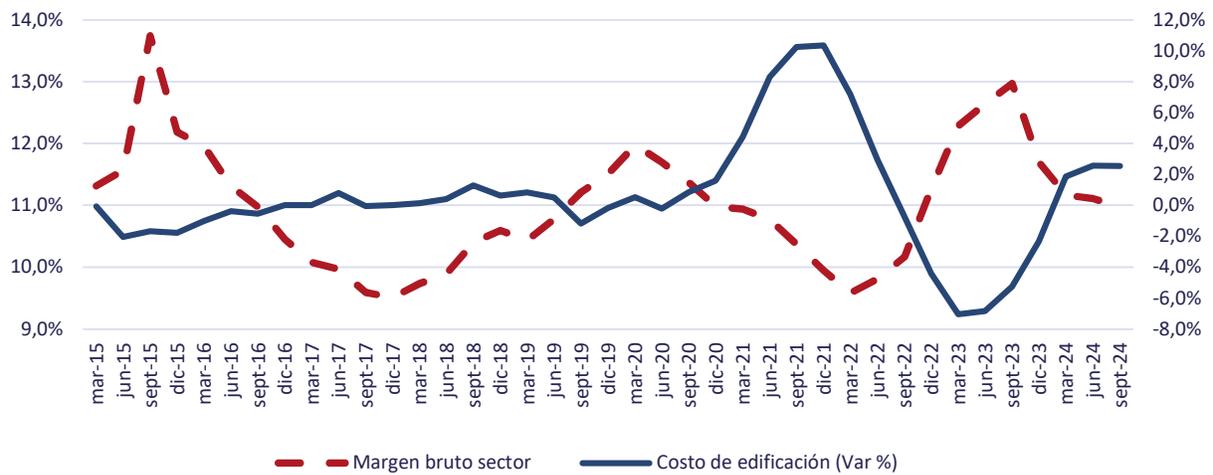


Ilustración 2: Correlación margen bruto y costos de edificación

De esta manera, considerando los indicadores se puede presumir que la actividad del sector continúa siendo compleja, no obstante, parece estar moderándose, empujada por una recuperación (aunque lenta) en segmentos del sector industrial, minería y obras civiles. Por tanto, en este contexto, se hace relevante la capacidad que tengan las empresas de diversificarse en diferentes líneas de negocio, lo que permitiría sobrellevar de mejor manera periodos desfavorables.

Evolución de ingresos

La variación de los ingresos trimestrales, en términos reales, comparados con igual ejercicio anterior muestra que el sector continúa enfrentando desafíos importantes, exhibiendo una tendencia decreciente desde septiembre de 2023 y variaciones negativas desde junio de 2024.

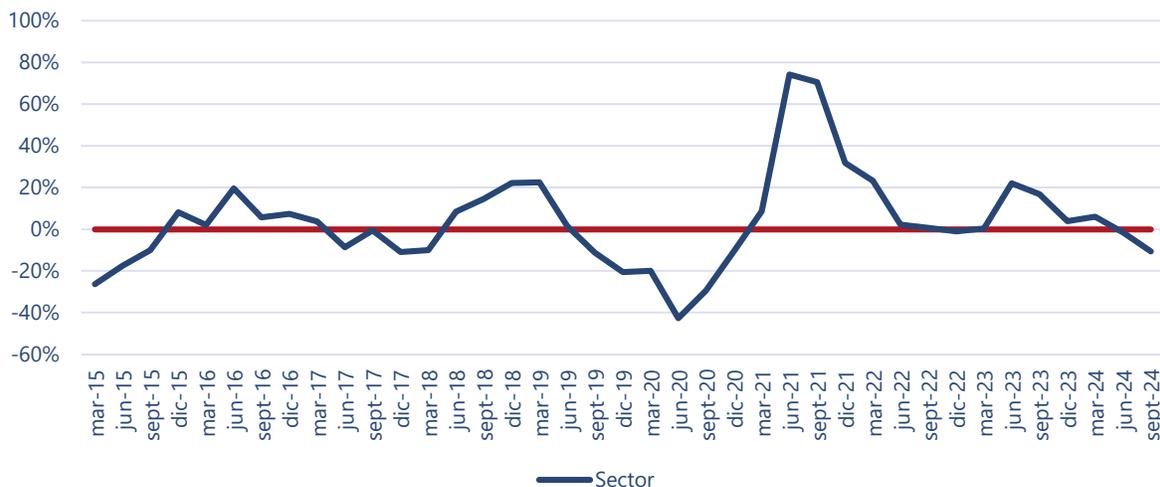


Ilustración 3: Variación del ingreso del sector con respecto al trimestre del año anterior, ajustado por inflación

Durante los últimos doce meses terminados en septiembre 2024, se observa un mayor crecimiento en los ingresos de Salfacorp y Besalco, lo que se explica por el segmento de Obras Civiles de Besalco, por un incremento en las ventas en contratos ya adjudicados, así como la firma de nuevos contratos, y por el segmento Proyectos y servicios a la minería de Salfacorp, así como ingresos por el Consorcio Fluor Salfa por el proyecto Nueva Centinela.

En tanto, Echeverría Izquierdo e Ingevec mostraron un leve deterioro a partir del primer trimestre de 2024, por una menor actividad de ejecución de obras y el avance de proyectos.

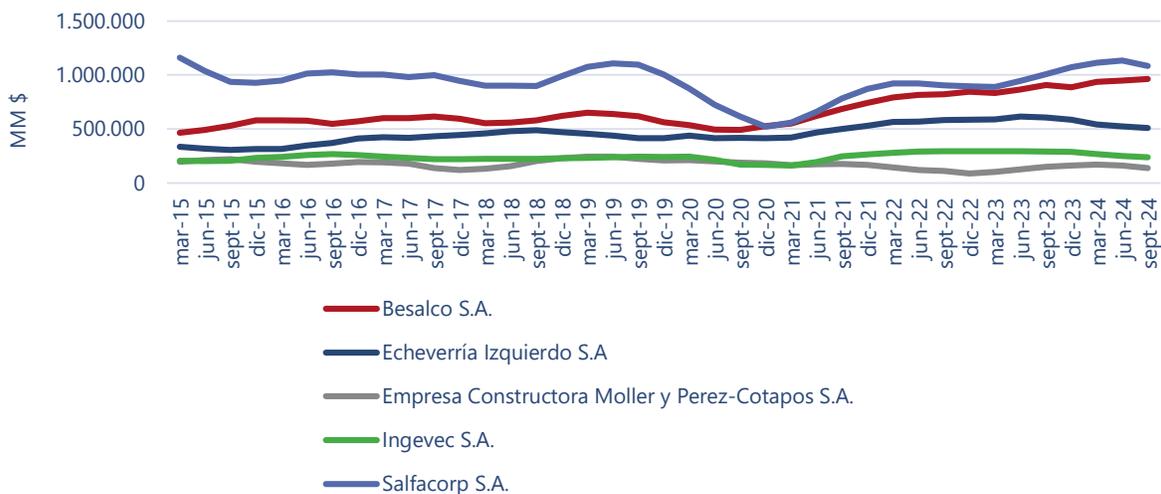


Ilustración 4: Ingreso anual móvil ajustado por inflación por empresa

Evolución de la rentabilidad

Las rentabilidades del sector han presentado históricamente un comportamiento variable, confirmando la sensibilidad del sector ante diversos ciclos económicos del mercado, tanto positivos como negativos.

El margen EBITDA de las empresas de la industria se ha movido entre -1% y 16% en el último año, manteniendo una de las más altas variaciones históricas entre competidores dentro del periodo de análisis. En las operaciones del último año destaca Besalco, pese a la disminución del último año, alcanzando a septiembre de 2024 un margen EBITDA del orden de un 13%. Por otra parte, el más perjudicado ha sido Moller y Perez-Cotapos, volviendo a márgenes negativos luego de exhibir una recuperación en 2023, alcanzando un margen EBITDA de un -1%.

A diferencia de Moller y Perez-Cotapos, cuyos ingresos dependen en gran parte del segmento inmobiliario, Besalco cuenta con una diversificación en sus unidades de negocios, centrándose, también, en sectores industriales, proyectos de inversión y servicios de maquinaria a empresas del sector minero, forestal y construcción (esta última unidad tomando cada vez mayor peso relativo dentro de la firma).

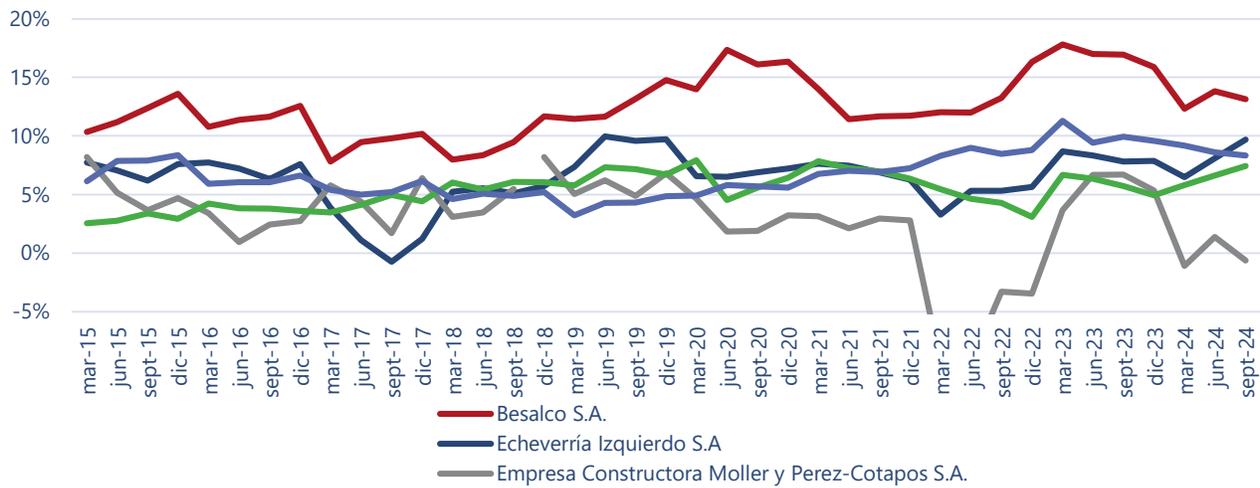


Ilustración 5: Margen EBITDA año móvil

Analizando la rentabilidad sobre patrimonio, destaca Besalco e Ingevec siendo esta última la que mayor cuantía y estabilidad ha presentado en los últimos ocho años.

Por el lado de Ingevec, la rentabilidad responde a un buen control de costos en el segmento Ingeniería y construcción generando mejoras en su margen bruto. Con respecto a Besalco, su segmento de Servicios de Maquinaria sigue teniendo un peso significativo, manteniendo el dinamismo los últimos trimestres, pese a los resultados negativos de su segmento inmobiliario.

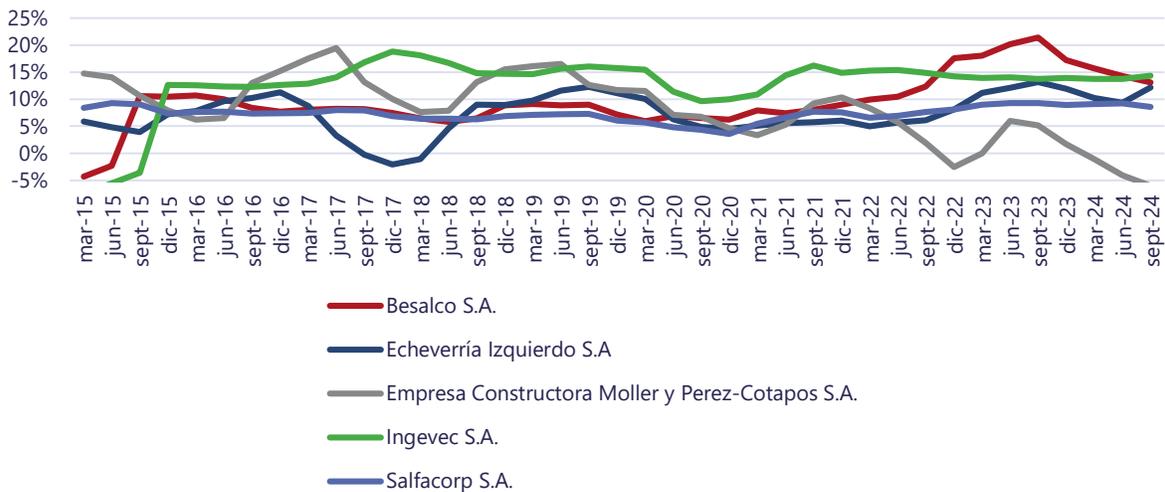


Ilustración 6: Retorno sobre patrimonio

Evolución del endeudamiento y liquidez

El *leverage* -medido como pasivos totales sobre patrimonio- disminuyó en todas las empresas si las comparamos con las cifras del 2022, por un mayor aumento del patrimonio que de los pasivos, a excepción del endeudamiento relativo de Moller, el cual descendió rápidamente por un mayor patrimonio y una disminución significativa en sus pasivos. Vale mencionar que, una parte considerable de los pasivos se asocia a deuda inmobiliaria, la cual en parte está cubierta con sus inventarios. Asimismo, Moller, la cual tiene un mayor peso asociado al segmento inmobiliario y está menos diversificada (sector minería, energía o en otros países) ha sido la empresa más apalancada durante el periodo de análisis.

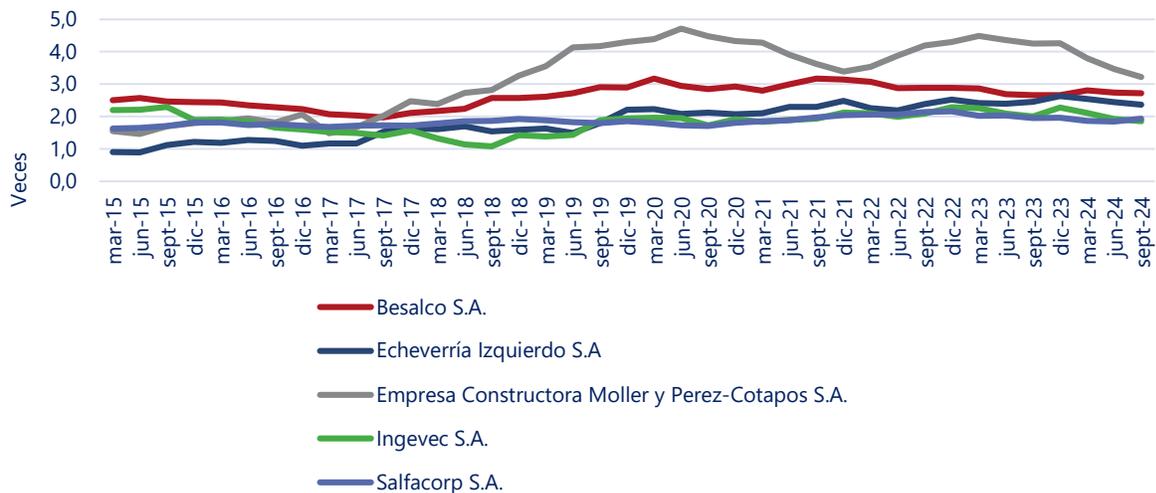


Ilustración 7: Leverage

La liquidez de las empresas -medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes- muestra cierta tendencia a la baja en todas las empresas en análisis. Lo anterior se explica, en parte, por menor disponibilidad de efectivo y equivalentes a efectivo, bajo los escenarios económicos descritos con anterioridad. A septiembre 2024, se encuentran bajo la unidad Ingevec y Salfacorp.

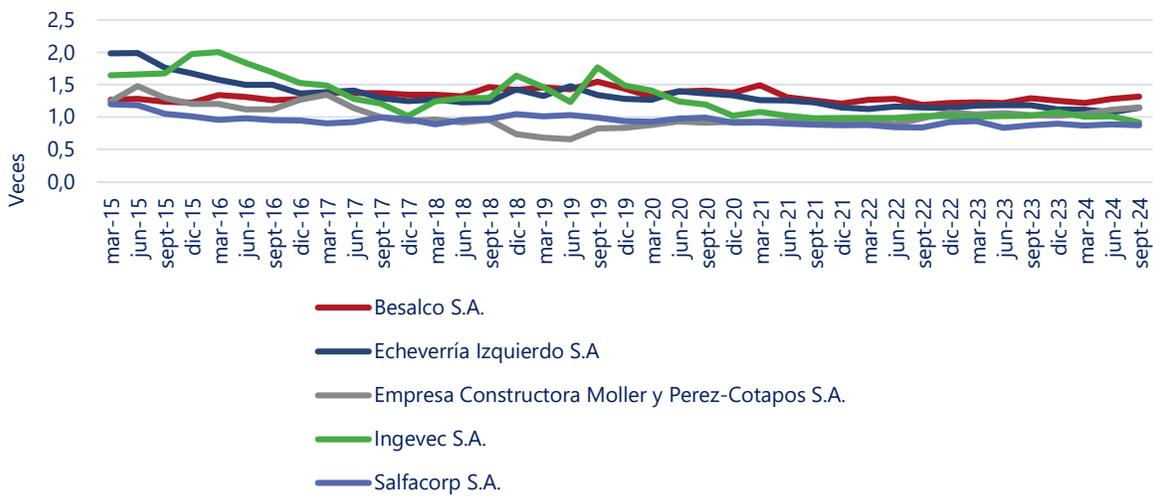


Ilustración 8: Liquidez (razón corriente)

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.