

## Por reducción en sus márgenes operacionales

### ***Humphreys modifica tendencia bonos de Ingevec S.A. a "En Observación"***

Santiago, 02 de julio de 2015. **Humphreys** ratificó en "*Categoría BBB*" la clasificación de la línea de bonos y bonos serie A de **Ingevec S.A. (Ingevec)**, en tanto los títulos accionarios se mantienen en "*Primera Clase Nivel 4*". En el caso de los títulos de deuda, la tendencia asignada se modificó a "*En Observación*", mientras que la de las acciones se mantiene en "*Estable*".

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 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 empresa, mediante filiales, ha desarrollado más de 480 obras con más de 4,5 millones de metros cuadrados edificados.

Con todo, desde el primer informe de clasificación, **Humphreys** identificó el "*riesgo de presupuestación*" en las actividades del emisor, riesgo que en los últimos años se manifestó en forma particularmente severa, básicamente en dos proyectos ya finalizados (o, en su defecto, dado su nivel de avance, exhiben un bajo riesgo de ejecución). Junto con lo anterior, al igual que el resto de la industria, la compañía tuvo que enfrentar aumentos en el gasto de mano de obra y una baja en su productividad, ambos elementos ya incorporados en los nuevos precios.

Dado lo anterior, los márgenes operacionales de la compañía<sup>1</sup> se vieron fuertemente afectados; producto de lo cual la tendencia de la categoría de riesgo se califica "*En Observación*", con el objeto de verificar si la empresa -ya sin el efecto aludido de los dos proyectos con elevados sobre costos- puede retornar a niveles de márgenes similares a los históricos o, en los hechos, se detecta que se trata de una caída más permanente en la rentabilidad de la empresa.

La clasificación de riesgo incorpora, además, el mayor desarrollo y profundización del sistema de financiamiento hipotecarios, 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 2015 ascienden a 44, distribuidos de manera adecuada en distintas regiones y de 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.

También para efectos de la asignación de la categoría de riesgo, se ha considerado la estructura propia de la emisión de los títulos de deudas, en particular la existencia de una cuenta de reserva por UF 100.000 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

---

<sup>1</sup> El margen operacional se define como ganancia bruta más otros ingresos por función más gastos de administración más otros gastos más participación en las ganancias de asociadas más resultados por unidad de reajuste.

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 FCLP<sup>2</sup>, 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 2015, la relación entre deuda financiera y el FCLP alcanza 19,6 veces, en tanto que, dado el valor negativo del EBITDA anualizado, la razón deuda financiera a EBITDA exhibe un valor negativo de casi 19 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.

También la clasificación toma en consideración que el 60% 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).

**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 el primer trimestre de 2015, la empresa tuvo ingresos por US\$ 61,6 millones y un EBITDA de US\$ 1,1 millones; con una deuda financiera de US\$ 52,7 millones y patrimonio por US\$ 41,3 millones. A la misma fecha, la empresa tiene inventarios por US\$ 23,5 millones, de los cuales aproximadamente el 11,6% corresponden a bienes raíces urbanos edificados.

Contacto en **Humphreys**:  
Carlos García B.  
Teléfono: 56 - 22433 5200  
E-mail: [carlos.garcia@humphreys.cl](mailto: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](mailto:ratings@humphreys.cl)

---

<sup>2</sup> 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.

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl) con el asunto "eliminar de la lista".