



ANÁLISIS DE INDUSTRIA

17 de agosto, 2022

Industria en revisión

RIESGOS IDENTIFICADOS

- Demanda inmobiliaria no logra repuntar en lo que va de 2022.

- Mayor stock de viviendas disponibles para la venta debiese influir en la evolución de precios.

- Oferta enfrenta mayores costos de construcción, los que debiesen impactar en márgenes del corto y mediano plazo.

- Inversión sectorial afectada por la incertidumbre política y económica.

- Las condiciones más restrictivas para el financiamiento no solo afectan a la demanda, sino que también a la oferta.

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Banco Central
- Cámara Chilena de la Construcción (CChC)
- Infoinmobiliario
- Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Directora Senior de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgadillo +56 2 2896 8211
Analista Senior de Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

Se estima un efecto en los márgenes y resultados de las empresas

Ante alta incertidumbre que impacta las principales variables del sector, ICR deja en revisión la industria inmobiliaria y de construcción

El contexto actual de la industria incorpora una serie de riesgos, los que debiesen impactar con mayor fuerza a empresas inmobiliarias y constructoras de menor tamaño y con bajo grado de diversificación. Sin embargo, consideramos que, en diferentes grados, las compañías de mayor escala también incorporarán efectos negativos en sus márgenes y resultados, con dificultades para la ejecución de inversiones de mediano plazo dada la alta incertidumbre.

Consecuentemente, ICR deja en revisión a la industria inmobiliaria y de construcción, haciendo hincapié en que esto implica un seguimiento especial a la evolución de los diversos riesgos que se identifican a nivel agregado, en paralelo al análisis particular de la situación de cada emisor clasificado por la agencia, el que será comunicado posteriormente si es que se definiese como necesario realizar alguna acción de clasificación.

En específico, estimamos que **las empresas que operan el negocio inmobiliario reconocerán efectos en márgenes procedentes del menor nivel de promesas y mayores tasas de desistimientos, junto con altos costos de insumos para la construcción.** Adicionalmente, las restricciones al financiamiento afectan hoy tanto a la demanda como a la oferta, lo que a su vez está siendo acompañado por mayores costos de fondos. Esto ocurre en un entorno donde el estancamiento de la demanda se contrapone al creciente stock de viviendas disponibles para la venta, lo que podría conducir a ciertas presiones sobre la evolución de precios.

En las constructoras, también es un riesgo para los resultados el mayor nivel de costos, con un impacto de mayor magnitud en aquellas empresas con alta exposición a contratos de suma alzada. **Su facturación, en tanto, también debiese dar cuenta de una tendencia bajista por la contracción de la inversión tanto en el segmento habitacional como en el de infraestructura.** Asimismo, ciertos sectores económicos presentan mayor incertidumbre a causa del escenario político, lo que podría tener un efecto más severo en aquellas constructoras cuya diversificación está altamente inclinada hacia dichos sectores.

Aun cuando los signos de desaceleración para la industria se vienen identificando desde hace varios meses, consideramos que su persistencia se ha agudizado y, a la vez, se han ido incorporando nuevos factores de riesgo. Por ejemplo, en relación con la evolución de costos, no se contemplaba la fuerte depreciación del peso respecto al dólar observada en el último tiempo. De esta manera, el escenario base considerado a inicios de año para determinar los efectos de mediano plazo se ha modificado, sin descartar por el momento que lo anterior pueda llevar a eventuales efectos negativos en la evaluación de solvencia de algún emisor en particular. No obstante, es importante destacar que las empresas clasificadas por ICR forman parte del grupo de compañías de mayor escala, contando con una espalda financiera relativamente mayor respecto a inmobiliarias y constructoras con una cartera de proyectos acotada, así como con un mayor grado de diversificación en la generación de flujos, factores que pueden mitigar los actuales riesgos de la industria, sin que ellos conduzcan a un deterioro significativo en la capacidad para dar cumplimiento a sus obligaciones financieras.

Persisten una serie de riesgos para la industria inmobiliaria y construcción, con impactos que se extenderían hacia el mediano plazo

Demanda inmobiliaria no logra repuntar en lo que va de 2022: Tras la rápida recuperación que evidenció la industria inmobiliaria una vez que las barreras sanitarias impuestas durante la pandemia comenzaron a flexibilizarse, y los hogares adicionalmente contaron con un mayor ingreso disponible dada la inyección de liquidez procedente de los retiros de fondos de pensiones, durante la última parte de 2021 se produjo un drástico cambio cuando comenzaron a configurarse mayores restricciones para el acceso al financiamiento. A la continua alza de tasas se sumó la reducción de plazos de los créditos hipotecarios, implicando mayores exigencias de renta para la obtención de financiamiento.

Como resultado, el monto prometado de viviendas nuevas en la Región Metropolitana comenzó a reducirse sostenidamente a partir de septiembre de 2021. En específico, durante agosto de 2021 se registraron promesas por MUF 15.098, mientras que a junio de 2022 el monto prometado llegó a MUF 6.716, de acuerdo con cifras publicadas por Infolnmobiliario. A modo de referencia, el monto de promesas posterior al estallido social (noviembre de 2019 a febrero de 2020) se ubicó entre MUF 7.000 y MUF 8.000, mientras que en el mes de menor actividad comercial producto de la pandemia las promesas llegaron a MUF 4.606 (abril de 2021).

De esta manera, aun cuando existen empresas inmobiliarias reportando altos niveles de facturación durante 2022, se deben mayormente a promesas firmadas en años anteriores, por lo que es razonable proyectar que, para el corto y mediano plazo, el nivel de ingresos de las inmobiliarias de cuenta de claras presiones a la baja. Esto iría acompañado de mayores niveles de desistimiento, provocado por el contexto más restrictivo para el financiamiento de la demanda, junto con la proyección de desaceleración económica.

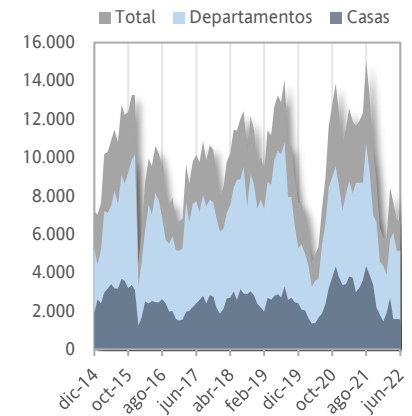
Mayor stock de viviendas disponibles para la venta debiese influir en la evolución de precios: En simultáneo al estancamiento de la demanda, la industria inmobiliaria está evidenciando un volumen creciente de stock disponible para la venta. De acuerdo con cifras de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), al cierre del primer semestre de 2022 se reportó un total de 61.663 unidades disponibles para la venta en el Gran Santiago, entre departamentos (56.987) y casas (4.676). La cifra anterior representó un crecimiento de 10,6% respecto a junio de 2021, ubicándose en rangos históricamente altos.

Este contexto se traduce en desajustes entre demanda y oferta, y su extensión podría impactar negativamente en la trayectoria de precios, con empresas ejecutando mayores iniciativas promocionales para incentivar la compra de viviendas. Es esperable que, en el corto plazo, la mayor actividad promocional se concentre en empresas de menor tamaño y baja diversificación, que presentan menor flexibilidad financiera para enfrentar contextos de menores ventas. Sin embargo, la persistencia de los desequilibrios podría extender el recorte de precios con mayor notoriedad en la industria en general, en un momento donde se están incorporando mayores costos de construcción.

Oferta enfrenta mayores costos de construcción, los que debiesen impactar en márgenes en el corto y mediano plazo: Las compañías del sector se encuentran enfrentando un escenario de altos costos de materiales para la construcción, generado por la mayor demanda que se registró gracias a la reactivación experimentada por la industria una vez que se relajaron las restricciones sanitarias, a lo que se sumaron los

Promesas se han mantenido en niveles históricamente bajos durante 2022

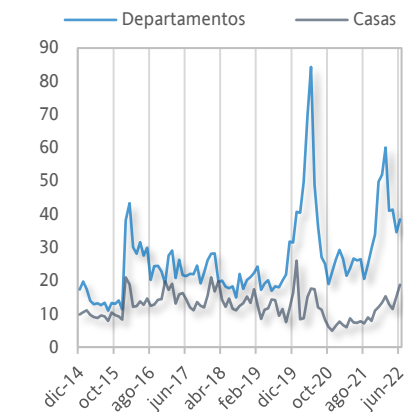
Evolución del monto de promesas de compraventa de viviendas nuevas mensuales en la RM (MUF)



Fuente: Infolnmobiliario.

Meses para agotar stock dan cuenta de una velocidad de ventas menor al promedio prepandemia

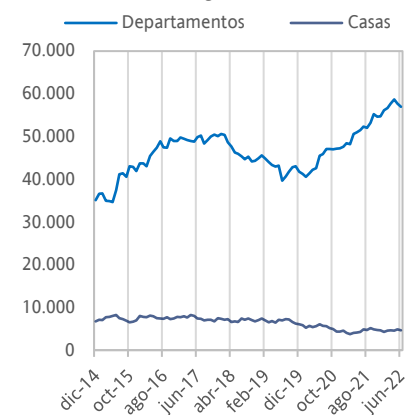
Evolución de los meses para agotar stock de viviendas en el Gran Santiago



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Tendencia creciente en el stock de viviendas disponibles para la venta, llegando a máximos históricos

Evolución del stock de viviendas disponibles para la venta en el Gran Santiago (unidades)



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

problemas de stock causados por las interrupciones en la cadena de abastecimiento a nivel mundial. En base a cifras del INE, el Índice de Precios de Materiales e Insumos de Construcción (IPMIC) creció 28,1% al comparar junio de 2021 con junio de 2022, completando 15 meses con aumento de doble dígito.

En el caso de las inmobiliarias, el fenómeno ocurre cuando la capacidad para absorber los mayores costos de edificación mediante ajustes de precio al alza es prácticamente nula. No obstante, se debe tener en cuenta que la definición de precios de viviendas en UF actúa como un mitigador parcial de los mayores costos.

En cuanto a las empresas de construcción, el mayor riesgo lo enfrentan aquellas con gran concentración de contratos a suma alzada, al no presentar flexibilidad para adecuarse a cambios drásticos en la estructura de costos.

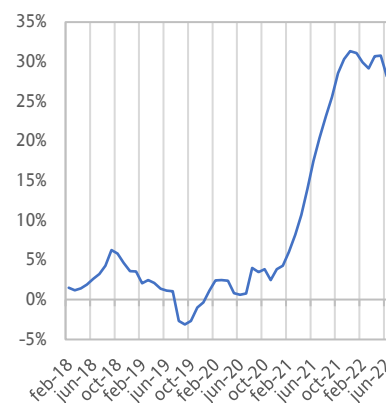
Por lo tanto, es esperable que la industria reporte efectos en márgenes asociados a los nuevos costos. Si bien las compañías inmobiliarias se encuentran escriturando unidades que presentan costos antiguos, el efecto en márgenes debiese ser reconocible en el mediano plazo. En el caso de las constructoras, el mayor efecto debiese venir de los contratos a precios fijos que se negociaron anteriormente en un contexto de menores costos, puesto que los nuevos contratos ya debiesen estar ajustados a la estructura de costos actual.

Inversión sectorial afectada por la incertidumbre política y económica: La industria de la construcción se caracteriza por presentar una alta correlación con el ciclo económico, lo que explica que la mayor parte de los emisores que participan en este sector presenten clasificaciones de riesgo en el rango BBB. En esta línea, la alta incertidumbre que afecta las variables económicas, junto con el contexto político actual que tiene como centro el plebiscito constitucional, explican que las perspectivas para la inversión sectorial sean desfavorables. En una última actualización, la CChC ajustó a la baja la variación anual para la proyección de inversión, pasando desde una reducción de 3% hasta una de 6,6% en el escenario pesimista. En el caso de la inversión habitacional, el ajuste fue de un crecimiento de 1% a una reducción de 0,1%, mientras que, en infraestructura, la corrección fue de una baja de 2,8% hasta una de 6,8%. En consecuencia, es esperable que las empresas constructoras capturen esta menor inversión en la capacidad para renovar el backlog de obras por ejecutar, influyendo en los resultados de ejercicios futuros.

Las condiciones más restrictivas para el financiamiento afectan tanto a la demanda como a la oferta: Teniendo en consideración el entorno más desafiante para las empresas del sector, se ha observado que estas últimas se han encontrado con mayores restricciones para acceder a financiamiento. Los resultados de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del segundo trimestre de 2022 del Banco Central muestran que el porcentaje de bancos que declara un aumento en las restricciones para la obtención de créditos llegó a 81,8% en el caso de empresas inmobiliarias, y al 80% en el caso de empresas constructoras. Esto implica un riesgo para la industria, considerando que el financiamiento de proyectos inmobiliarios tiende a realizarse mayormente a través de líneas de crédito que se renuevan periódicamente, las cuales se van amortizando con la escrituración de proyectos. Adicionalmente, los mayores costos financieros producto del contexto actual más restrictivo y con alta inflación, conducen a proyectar impactos adicionales a los operacionales en los resultados de las empresas del sector, así como en los costos relacionados al refinanciamiento de deuda.

Aumento significativo en el costo de materiales para la construcción

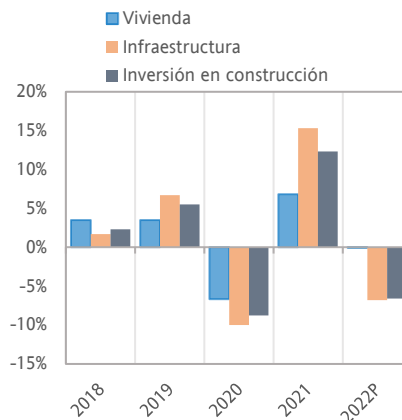
Evolución del índice de Precios de Materiales e Insumos de Construcción (variación % anual)



Fuente: INE.

Inversión agregada en construcción podría evidenciar una reducción de 6% durante 2022

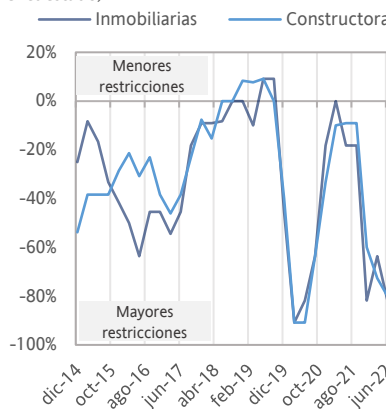
Inversión en construcción, según segmento (variación % anual)



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Inmobiliarias y constructoras enfrentan mayores restricciones de financiamiento

Evolución del indicador de restricciones por parte de la banca al otorgamiento de créditos para inmobiliarias y constructoras (% sobre el total encuestado)



Fuente: Banco Central de Chile.

Los riesgos anteriores afectan transversalmente a la industria, pero los impactos en solvencia dependerán de los mitigantes particulares con los que cuente cada emisor

Pese a la confluencia de esta serie de riesgos que enfrenta el sector, los cuales han tendido a evidenciar alta persistencia, se trata no obstante de una apreciación agregada respecto a la industria, y cada empresa en particular incorporará dichos efectos de manera diferente, en base a factores como su solidez financiera y la diversificación en la generación de flujos.

Por lo tanto, los desafíos antes detallados no necesariamente podrían conducir a cambios en la clasificación de solvencia de las empresas evaluadas por ICR. Dado que actualmente los emisores se encuentran en proceso de publicación de sus cifras financieras del primer semestre del 2022, y tomando en cuenta sus perspectivas para el corto plazo, nos encontramos revisando la situación particular de cada uno con el fin de, determinar eventuales deterioros en la capacidad de dar cumplimiento a sus respectivas obligaciones financieras, lo que se comunicará posteriormente en caso de definirse alguna decisión de clasificación.

Clasificaciones de emisores insertos en la industria inmobiliaria e I&C evaluados por ICR

Emisor	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Títulos accionarios	Tendencia
SalfaCorp	BBB	BBB	-	-	Estable
Ingevec	BBB+	BBB+	-	Nivel 3	Estable
Paz Corp	BBB+	-	-	Nivel 3	Estable
Socovesa	BBB+	-	-	Nivel 3	Estable
Empresa Constructora Moller y Pérez-Cotapos	BBB-	BBB-	-	-	Estable
Besalco	A-	A-	N1/A-	Nivel 3	Estable

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría.

Nivel 1 o N1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Primera Clase Nivel 3

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y la volatilidad de sus retornos.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA (“ICR”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS (“EVALUACIONES”) Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee “TAL COMO ESTÁ”, sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona “TAL COMO ESTÁ” sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.