



Las tres caras de las constructoras

El sector de la construcción e inmobiliario aún sufre las esquilas de la alta inflación y el endurecimiento crediticio. Sin embargo, no a todas las compañías les afecta por igual. Al analizar los estados financieros de las firmas del rubro abiertas en bolsa, es posible separarlas en tres: algunas, sobre todo las enfocadas en vivienda, trabajan para reducir su endeudamiento; otras, pese a anotar resultados adversos, aún cuentan con la confianza de las clasificadoras de riesgo; y las que tienen negocios relevantes de obras civiles, enfrentan un escenario más aliviado.

Un reportaje de IGNACIO BADAL ZEISLER

Una semana después de que acabara el primer semestre, el gerente de una constructora de edificios residenciales dijo que lo peor de la crisis que ha sufrido su sector ya pasó y que se estaba viendo la luz al final del túnel. Ahora, cuando las empresas del rubro que cotizan en bolsa ya dieron a conocer sus estados financieros, es posible indagar para saber cuánto de realidad tenía esa afirmación. Y lo cierto es que, a la luz de los balances, todavía parece ser pronto para dar por acabada esta negativa etapa, azuzada por la debilidad del consumo, el endurecimiento del crédito y las altas tasas de interés, que provocó el brote inflacionario.

El problema fundamental se centra en las compañías mayoritariamente volcadas al segmento inmobiliario. En cambio, algunas de las mayores constructoras del país trabajan también en grandes obras civiles, lo que les reporta diversificación y más solidez. El nuevo presidente de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), Alfredo Echavarría, resumió este momento apuntando a que se deberá poner "énfasis en los sectores que están más afectados, como la vivienda privada".

Así, el estado financiero de cada firma depende de cuánto peso tienen sus áreas de negocio y cuán diversificada se encuentra. Esto, en un contexto macroeconómico que aún muestra un bajo dinamismo este año. "El crecimiento del

LOS RESULTADOS DE LAS CONSTRUCTORAS AÚN MUESTRAN SEÑALES DE FRAGILIDAD

A junio de 2024

Ingresos

	Millones S	Var. %
Besalco S.A.	458.111	20,6
Echeverría, Izquierdo S.A.	252.063	-16,2
Moller y Pérez-Cotapos S.A.	74.024	7,1
Ingevec S.A.	112.106	-21,5
Paz Corp S.A.	48.946	10,9
Salfacorp S.A.	551.653	17,2
Socovesa S.A.	160.905	68,8
Total	1.657.808	10,3

Resultado del Ejercicio

	Millones S	Var. %
Besalco S.A.	14.278	-11,0
Echeverría, Izquierdo S.A.	5.551	-38,8
Moller y Pérez-Cotapos S.A.	1.456	-54,2
Ingevec S.A.	6.380	8,8
Paz Corp S.A.	2.604	-50,7
Salfacorp S.A.	24.323	12,6
Socovesa S.A.	-14.985	N.A.
Total	39.607	-13,3

Ebitda

	Millones S	Var. %
Besalco S.A.	66.584	2,4
Echeverría, Izquierdo S.A.	21.543	-17,9
Moller y Pérez-Cotapos S.A.	1.384	-75,4
Ingevec S.A.	10.682	3,9
Paz Corp S.A.	12.228	20,7
Salfacorp S.A.	58.956	13,2
Socovesa S.A.	23.882	218,8
Total	195.259	10,4

Deuda financiera neta / Patrimonio

	Veces	Var. %
Besalco S.A.	0,9	-10,0
Echeverría, Izquierdo S.A.	1,1	-9,3
Moller y Pérez-Cotapos S.A.	1,9	-31,4
Ingevec S.A.	0,8	-6,9
Paz Corp S.A.	2,0	-1,0
Salfacorp S.A.	0,9	-2,2
Socovesa S.A.	1,9	11,8
Total	1,4	-9,2

Pasivo Financiero / Patrimonio

	Veces	Var. %
Besalco S.A.	1,2	-5,3
Echeverría, Izquierdo S.A.	1,2	-9,6
Moller y Pérez-Cotapos S.A.	1,9	-31,2
Ingevec S.A.	1,0	-4,1
Paz Corp S.A.	1,7	-0,6
Salfacorp S.A.	1,0	-7,1
Socovesa S.A.	2,0	10,1
Total	1,4	-4,9

Deuda financiera Corto Plazo sobre total deuda Financiera

	%	Var. %
Besalco S.A.	38,9	-13,5
Echeverría, Izquierdo S.A.	89,2	7,2
Moller y Pérez-Cotapos S.A.	99,1	4,4
Ingevec S.A.	48,6	83,5
Paz Corp S.A.	74,8	-1,7
Salfacorp S.A.	49,8	-7,7
Socovesa S.A.	99,5	-0,2
Total	72,9	-2,0

Deuda financiera neta

	Millones S	Var. %
Socovesa S.A.	692.719	-4,10
Salfacorp S.A.	450.649	8,80
Paz Corp S.A.	406.375	3,30
Besalco S.A.	289.077	7,40
Echeverría, Izquierdo S.A.	162.065	-5,60
Moller y Pérez-Cotapos S.A.	159.675	-29,80
Ingevec S.A.	82.741	-0,80

FUENTE: CMF

PIB tiene un fuerte impacto en el sector construcción en Chile, y si bien se espera una expansión este año, se espera que haya una evolución de los resultados del sector, pero será de manera gradual", comenta Paula Acuña, analista senior de la clasificadora de riesgo Humphreys. Por tanto, que estas empresas "mantengan una amplia diversificación de sus negocios morigerará el riesgo de pérdidas en periodos desfavorables", agrega.

Pero la preocupación en el mercado finan-

ciero se centra en el nivel de deuda que carga la construcción. Las firmas abiertas en bolsa suman una deuda financiera de casi US\$2.400 millones, donde cuatro de ellas representan casi el 80%: Socovesa, con US\$723 millones; Salfacorp, con US\$470 millones; Paz, con US\$422 millones, y Besalco, con US\$306 millones. Por eso, algunas empresas se han dedicado fuertemente a trabajar con el gran objetivo de reducir su deuda, como Moller & Pérez-Cotapos, que la disminuyó en un 30%.

En este contexto, se puede dividir el rubro en tres grupos, de acuerdo a cómo están enfrentando este periodo complejo.

Las que esbozan una sonrisa

Aún sin risas, pero al menos dejando el tono sombrío que las ha caracterizado en el último tiempo, de entre las siete compañías constructoras que cotizan en bolsa, hay dos que dan muestras de una mayor firmeza. Se trata de Besalco y Salfacorp, que poseen un área de obras civiles potente y que, según los especialistas, fundan su fortaleza en la diversificación de sus negocios, puesto que también participan en montaje industrial y en el rubro inmobiliario.

De hecho, los ingresos de ambas subieron 20,6% y 17,2%, cada una, en la primera mitad del año, lo que se correspondió con sus Ebitda (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, una medida de su flujo de caja operacional), que aumentaron 2,4% y 13,2%, respectivamente. Pero donde se denota su mayor solidez es en sus indicadores de endeudamiento, que han mejorado.

La deuda financiera sobre patrimonio en Besalco, controlada por la familia Bezanilla, cayó a 0,9 veces desde 1, lo mismo que su pasivo financiero frente al patrimonio, a 1,2 desde 1,3 veces, y la proporción de su deuda financiera de corto plazo sobre el total, que se redujo 13,5 puntos, a un 38,9%.

"La diversificación de la compañía es uno de los pilares más relevantes que ha explicado el comportamiento menos cíclico de su desempeño respecto a la industria en la que opera, justificando el rating relativamente alto en comparación a otros incumbentes con exposición a rubros en los que Besalco tiene participación", explicó en junio pasado la clasificadora de riesgo ICR al otorgarle perspectiva "estable" a la nota A- de su solvencia.

En el caso de Salfacorp, ligada a Andrés Navarro, disminuyó la relación de pasivo financiero versus patrimonio a 1,0 veces desde 1,1 veces y su deuda financiera de corto plazo sobre el total en 7,7 puntos, a un 49,8%.

"La amplia gama de actividades de la entidad, con una diversificación y complementariedad entre áreas que le otorgan una mayor capacidad relativa para generar sinergias (...) sumado a su vasta experiencia en gestión de proyectos de construcción de obras de gran tamaño y alta complejidad, le han permitido compensar las caídas de actividad en algunos sectores durante los últimos periodos", dijo la agencia Feller Rate en mayo, al subirle su calificación de solvencia a BBB+.

Las intermedias

Hay otras dos compañías que, aunque no denotan tensión urgente, venían de cifras más o menos positivas y tuvieron malas noticias a mitad de año.

Echeverría Izquierdo, por ejemplo, anotó una caída de 16,2% en sus ingresos, de 17,9% en su Ebitda y de 38,8% en su utilidad. Y la empresa ligada a los hermanos Fernando y Bernardo Echeverría y a Álvaro Izquierdo, cuenta con un antecedente que la apremia: la deuda financiera de corto plazo respecto a todos sus pasivos, que subió 7,2 puntos, a un 89,2%. Es decir, debe responder en poco tiempo a muchos compromisos. Pero su índice de deuda financiera sobre patrimonio aún no es preocupante: de 1,2 veces. Y los expertos lo avalan: "Se





deben considerar las características propias del negocio inmobiliario, donde parte relevante de este vencimiento de deuda se enfrenta con la venta del inventario liquidable o susceptible de liquidar, como las viviendas terminadas y obras en etapa de ejecución”, señala Acuña, de Humphreys. Incluso, la analista recuerda que la compañía cuenta con terrenos para futuros proyectos que podría dar en garantía o vender, y que podría utilizar para reforzar su liquidez.

La otra empresa que no tuvo un buen pasar al exhibir sus resultados semestrales fue Ingevec que, junto con su negocio inmobiliario, cuenta con ingeniería y construcción (I&C), renta residencial y administración hotelera. La firma de Francisco Vial, José Antonio Bustamante y Enrique Besa, redujo sus ingresos en un 21,5%, pero elevó ligeramente su Ebitda y sus utilidades en un 3,9% y un 8,8%, respectivamente. De entre las constructoras, es la más conservadora en términos de endeudamiento, ya que su relación de deuda financiera neta sobre patrimonio es la menor, con 0,8 veces, pero tiene sus ojos puestos en los pasivos bancarios de corto plazo que casi se duplicaron respecto al año pasado. En todo caso, la mirada de los especialistas es “positiva”. “El cambio de perspectivas –de estables a positivas– refleja la amplia experiencia y especialización en el segmento de edificación con que cuenta Ingevec. Ello, en conjunto con una conservadora política financiera en su principal actividad, le ha permitido mantener indicadores crediticios en la unidad de I&C por debajo del promedio de

la industria, pese al desafiante escenario del segmento”, comentó Feller Rate en junio al ratificar su clasificación de solvencia BBB.

Rostros adustos

Las tres compañías del rubro abiertas a la bolsa con un desempeño y un escenario deuda más complicados son Socovesa, Paz y Moller & Pérez-Cotapos. Ahora, de todos modos, es una situación que se ha morigerado respecto a lo que mostraron a fines del año pasado. Socovesa, focalizada en viviendas, mostró en el primer semestre una recuperación operacional que le dio cierto aire. Elevó sus ingresos un 69% debido a una fuerte venta con descuento de su cartera y triplicó su Ebitda, pero dado su interés por saldar deudas, elevó sus costos financieros, lo que la obligó a seguir mostrando pérdidas. La compañía controlada por la familia Gras continúa siendo la que tiene peores ratios de endeudamiento, con una deuda financiera neta de 1,9 veces su patrimonio, pasivos financieros totales de dos veces su patrimonio y una deuda de corto plazo que es el 99,5% de todos sus pasivos financieros.

En mayo pasado, la agencia ICR puso “en observación” la nota BB+ de solvencia de Socovesa, que “captura la incertidumbre respecto al proceso de recuperación financiera de la compañía, teniendo en cuenta las dificultades que seguiría presentando el sector en el corto y mediano plazo”. El futuro de la firma, dice ICR, depende de que se dé “un alza sostenida en la demanda de viviendas nuevas, siempre

y cuando la empresa mantenga el adecuado acceso al financiamiento bancario”. La agencia espera una normalización de sus resultados hacia 2026, “dado que los controles de oferta implementados para responder al nivel actual de demanda implicarían contar con un menor stock disponible para escriturar en 2025”.

Paz, por su parte, ligada a la familia homónima, mostró mejoras en sus ingresos del 10,9% y en su Ebitda, del 20,7%, pero sus utilidades cayeron a la mitad, ante un aumento al doble de sus costos financieros. Sus ratios de apalancamiento también son altos, con una deuda financiera neta de dos veces su patrimonio y un pasivo financiero total de 1,7 veces. Pero redujo en 1,7 puntos su deuda de corto plazo, a un 74,8% de su pasivo total.

El futuro de esta compañía, centrada en la vivienda en edificios, tal como en el caso de Socovesa, depende de las condiciones macroeconómicas futuras. Las perspectivas de la agencia Feller Rate son “estables” para una nota de solvencia de BBB+, un escenario que depende de que la firma continúe “con una estrategia conservadora tanto en términos de ejecución de proyectos como de lanzamientos, y en los requerimientos para la generación de promesas, que se traduzcan en adecuados niveles de escrituración para alcanzar un equilibrio inmobiliario similar a lo histórico en el mediano plazo”, sostuvo, lo que permitiría una reducción en sus niveles de deuda.

En el caso de Moller & Pérez-Cotapos, la preocupación por la deuda es evidente. Así, el

gran esfuerzo del primer semestre de la compañía, que tiene una base en el negocio de la vivienda, pero que ha crecido en obras civiles en las últimas décadas, fue achicar sus ratios de apalancamiento financiero. Y consiguieron reducirla un 30%. “Cabe destacar la relevante reducción de la deuda financiera que ha venido realizando la compañía en estos últimos años”, resaltó la propia empresa en su balance al primer semestre. Moller cuenta con una cartera acotada de proyectos y no está en busca de terrenos para desarrollar más, lo que le ha permitido disminuir sus gastos de administración. Con todo, logró que sus ingresos crecieran un 7,1%, aunque su Ebitda y su resultado final cayeron 75,4% y 54,2%, cada uno, afectados por menores márgenes en el sector inmobiliario y una menor actividad en construcción de obras mayores. En sus resultados, Moller resumió lo que concuerdan las constructoras respecto al futuro, especialmente en lo referido al sector hipotecario, central para las perspectivas del negocio inmobiliario: “En el sector hipotecario, las tasas de interés se han mantenido estables en un rango elevado, aún lejos de los niveles anteriores a la pandemia, sin embargo, la situación para el segundo semestre parece más prometedora gracias al control de la inflación. Esto permite anticipar una posible reducción en las tasas de interés tanto hipotecarias como de financiamiento. Se estima que la industria podría experimentar una mejora hacia finales del segundo semestre de 2024 y principios de 2025”, auguró. ●