



Emisión de bonos Inversiones La Construcción (Bonos AA+)

Antecedentes de la emisión

Emisor	Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A. (Inversiones La Construcción, ILC)		
Serie/Nemotécnicos	Series A (ILC-A), B(ILC-B) y C (ILC-C) ¹	RTB	Banco Bice
Clasificación de riesgo	Categoría "AA+", Tendencia "Estable"	Agente colocador	IM Trust y Celfin Capital
Pago de cupones	Series A y B: Capital en 1 cuota al 15.06.2016. Serie C: Cuotas anuales iguales entre el 2021 -2032. Intereses anuales	Duration	Serie A: 4,4 años Serie B: 4,7 años Serie C: 12,3 años
Monto de colocación	Total series: UF 2.500.000	Garantías	No hay
Tasa de carátula	Serie A: 6,80% anual (\$) Serie B: 3,20% anual (UF) Serie C: 3,60% anual (UF)	Prepago	Serie A: Desde 15.06.2014 Serie B: Desde 15.06.2014 Serie C: Desde 15.06.2014
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos y financiamiento de inversiones.		

Covenant financieros

Covenant	Valor objetivo	Valor al 31-dic-2010
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1 vez	0,2 veces
Ingresos de actividades ordinarias	Al menos 2/3 provenientes de los segmentos definidos en los estados financieros como salud y previsional.	Actualmente más del 95% de los ingresos proviene de los segmentos salud y previsional (el único excluido es Desarrollos Educacionales).

Antecedentes del emisor

Descripción	ILC es un <i>holding</i> controlador de AFP Habitat (participación 67,5%), Red Salud (80,8%), Isapre Consalud (99,9%), Seguros Vida Cámara (99,9%), Desarrollos Educacionales (99,99%) e iConstruye (32,95%).
Fundamento de la clasificación y riesgo ²	Se ha considerado el bajo endeudamiento del emisor (pasivos financieros por US\$ 115 millones y dividendos recibidos de US\$ 58 millones en promedio en 2005-2010), el bajo riesgo de las inversiones (mercados regulados en el caso de Habitat, Consalud y Vida Cámara), e industrias con buen potencial de crecimiento (Red Salud y colegios) y política conservadora de liquidez (a diciembre mantiene en depósitos a plazos y valores negociables por US\$ 194 millones y en los últimos seis años este valor no ha sido inferior a US\$ 81 millones).
Propiedad	El controlador es la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), asociación gremial fundada en 1951, que representa y promueve el desarrollo del rubro de la construcción en Chile.
Perfil de pago del título	Bonos serie A y B con amortización <i>bullet</i> de montos menores a la recepción esperada de dividendos. Bonos serie C con plan de amortizaciones anuales. Si fuere necesario, no se visualizan riesgos importantes de refinanciamiento.

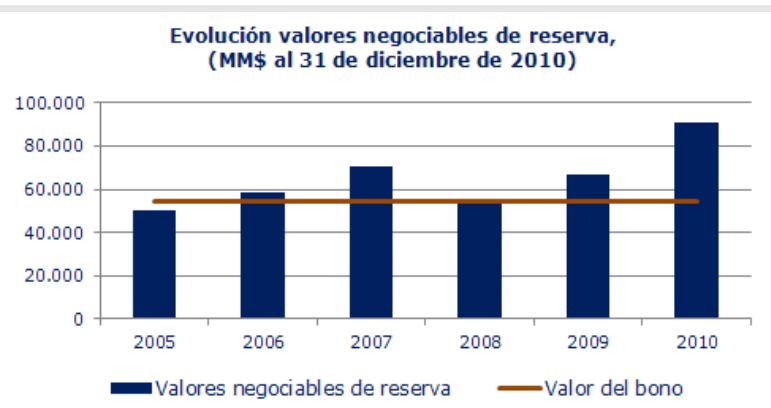
¹ Series A y B con cargo a la línea de bonos a 10 años N° 671; serie C con cargo a la línea de bonos a 30 años N° 672. Ambas líneas inscritas el 12 de julio de 2011 en SVS.

² Para más detalle, ver Informe de Clasificación en www.humphreys.cl.

Portfolio de inversiones financieras

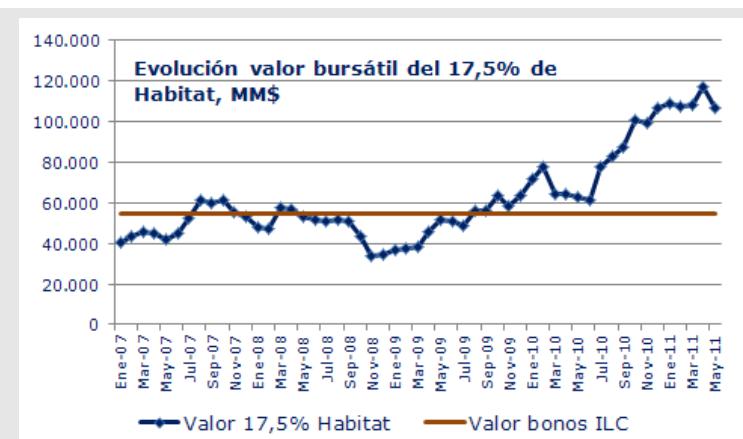
ILC ha mantenido consistentemente una política financiera conservadora, con bajo endeudamiento financiero y elevadas inversiones de corto plazo y líquidas.

En los últimos cinco años no tuvo deuda financiera, salvo la actual, tomada en 2010 para comprar el 41,26% de Habitat y pasar así a ser el único controlador de la sociedad. Se prevé que los bonos serán su única deuda financiera. Además, dado que CChC -entidad gremial sin fines de lucro- podría tener acotado su acceso al mercado financiero, se ha definido para **ILC** una política de mantención de reservas con objeto de aumentar el capital de las filiales, de requerirlo, o para enfrentar los compromisos propios. Este mecanismo de reserva, del mismo perfil de riesgo del fondo de pensiones C, ha sido creciente, y es incrementado con los dividendos netos de los pagos a la CChC.



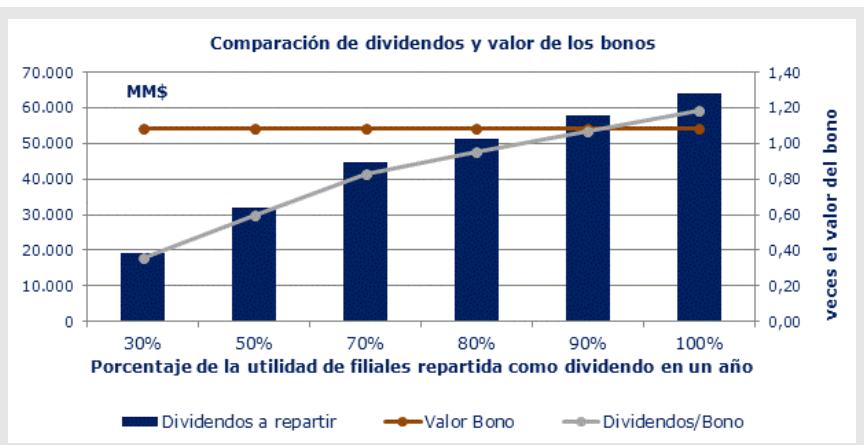
Valor accionario de Habitat

Habitat representa la inversión más relevante de **ILC**, además de ser la que mayores dividendos le reporta. Su valor de mercado alcanza a cerca de US\$ 1.450 millones (precio de cierre a abril de 2011), valorizando la participación del **ILC** en US\$ 980 millones. Considerando que la participación en la AFP es de 67,5%, el emisor posee un "excedente" de 17,5% de las acciones por sobre el porcentaje que le permite mantener el control (50%+1 de las acciones), que podría utilizar como garantía para financiamiento, o en caso extremo, para enajenarlas y obtener recursos. El gráfico presenta la evolución del valor de dicho 17,5% de acciones, destacando que incluso en plena crisis de fines de 2009 representaba un 63% del valor a colocar de los bonos de **ILC**. A fines de abril de 2011, este 17,5% alcanzaba un valor bursátil de cerca de US\$ 250 millones.



Recepción de dividendos

Como matriz de filiales productivas, **ILC** obtiene ingresos vía recepción de dividendos. En promedio, desde 2005, ha recibido US\$ 58,4 millones anuales, los que llegaron a US\$ 97 millones en 2010 (excluyendo repartos de 2011 con cargo al ejercicio 2010), producto de la entrada en operación de Vida Cámara y por el mayor porcentaje de propiedad de Habitat (67,5% contra 40,23% anterior). En el gráfico anexo se ilustra el análisis realizado por **Humphreys** para la recepción de dividendos, sobre la base del promedio de las utilidades de sus filiales³ en cinco años, y distintas políticas de dividendos. Se observa que con un moderado reparto de utilidades, los dividendos anuales percibidos representarían un alto porcentaje de la deuda de bonos de **ILC**.



Contacto en **Humphreys**: Carlos Ebensperger H., carlos.ebensperger@humphreys.cl
 Clasificadora de Riesgo Humphreys, Isidora Goyenechea #3621, Of. 1601, Las Condes - Santiago - Chile
 Fono (562) 433 5200

E-mail: ratings@humphreys.cl <http://www.humphreys.cl>  <http://twitter.com/HumphreysChile>

³ Se toma un menor número de años cuando son filiales nuevas.