



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
instrumento**

Analista
Elisa Villalobos H.
Tel. (56-2) 2433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Inversiones

La Construcción S.A.

Julio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de Bonos Tendencia	AA+ Estable
Otros instrumentos: Líneas de bonos y bonos series A y C Tendencia	AA+ Estable
EEFF base	Marzo 2014

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	Línea de repertorio Nº: 10781-14 a 10 años Línea de repertorio Nº: 10782-14 a 30 años
Monto máximo	Línea de repertorio Nº: 10781-14 UF 4.000.000 Línea de repertorio Nº: 10782-14 UF 4.000.000
Moneda de emisión	UF o pesos
Representante de los tenedores de bonos	Banco Bice
Uso de fondos	Pago y/o prepago de pasivos de corto o largo plazo de la sociedad y/o de sus filiales; financiamiento de las inversiones de la sociedad y/o de sus filiales.
Covenants financieros	i) Deuda financiera neta sobre patrimonio total menor a una vez. ii) Al menos dos tercios de la cuenta de ingresos de actividades ordinarias del emisor deben provenir de los segmentos definidos como salud y previsional, medidos trimestralmente sobre periodos retroactivos de doce meses. iii) Mantención de activos esenciales sobre AFP Habitat y sobre al menos una de las otras cuatro filiales relevantes (Vida Cámara, Isapre Consalud, Red Salud y Corp Group Vida).
Prepago	Contempla pregago
Garantías	No contempla

ILC: Estado de Resultados Consolidado IFRS		
Millones de \$ de cada año	2010	2011
Ingresos de actividades ordinarias	545.824	666.539
Costo de ventas	-364.468	-425.723
Total gastos de administración	-91.407	-115.350
Resultado Operacional	98.702	126.690
Ingresos financieros	26.656	9.472
Costos financieros	-7.791	-11.682
Ganancia	175.364	101.252
EBITDA	106.040	135.598

ILC: Estado de Resultados Consolidado IFRS				
Actividad no aseguradora				
Millones de \$ de cada año	2012	2013	Marzo 2013	Marzo 2014
Ingresos de actividades ordinarias	579.749	645.993	151.054	168.154
Costo de ventas	-364.692	-421.706	-95.150	-105.521
Ganancia bruta	215.057	224.287	55.904	62.633
Total gastos de administración	-120.059	-132.101	-28.343	-31.920
Resultado Operacional	96.753	94.594	28.285	31.011
Ingresos financieros	24.717	25.877	7.409	11.332
Costos financieros	-11.966	-13.474	-3.066	-5.235
Ganancia	84.853	108.981	25.969	27.471

Actividad aseguradora				
Millones de \$ de cada año	2012	2013	Marzo 2013	Marzo 2014
Ingresos netos por intereses y reajustes	3.224	47.937	962	43.580
Ingresos de explotación aseguradora	99.159	81.268	5.948	95.984
Costo de explotación aseguradora	-66.589	-110.606	-4.160	-142.867
Gastos operacionales	-8.626	-18.755	-1.509	-5.862
Resultado Operacional	27.169	-156	1.241	-9165
Resultado no operacional	371	1.366	27	1.680
Ganancia	22.089	2.790	1.036	-7.136
Ganancia actividades no aseguradora y aseguradora	106.942	111.771	27.005	20.335

ILC: Balance Consolidado IFRS		
Millones de \$ de cada año	2010	2011
Activos corrientes	335.355	336.158
Efectivo y equivalentes a efectivo	109.050	94.043
Activos no corrientes	627.294	667.935
Total activos	962.649	1.004.093
Pasivos Corrientes	232.830	131.031
Pasivos no corrientes	206.666	296.695
Patrimonio	523.153	576.367
Patrimonio de controladores	396.415	433.009
Patrimonio de no controladores	126.737	143.358
Pasivos y patrimonio	962.649	1.004.093
Deuda Financiera	214.597	172.102

ILC: Balance Consolidado IFRS			
Actividad no aseguradora			
Millones de \$ de cada año	2012	2013	Marzo 2014
Activos corrientes	245.396	230.802	244.964
Efectivo y equivalentes a efectivo	85.421	125.782	104.132
Activos no corrientes	716.024	734.225	742.653
Total activos	961.420	965.027	987.617
Pasivos Corrientes	156.140	173.280	153.027
Pasivos no corrientes	250.698	418.293	428.757
Total pasivos	406.838	591.573	581.784
Actividad aseguradora			
Millones de \$ de cada año	2012	2013	Marzo 2014
Efectivo y depósito en bancos	2.010	47.986	93.866
Inversiones financieras	88.840	3.511.477	3.550.809
Deudores por prima asegurados	1.733	8.389	10.051
Deudores por reaseguros	161	41.509	41.083
Activo fijo	276	1.426	1.338
Total activos	94.183	4.333.650	4.440.285
Reservas seguros previsionales	61.273	3.775.090	3.872.302
Reservas seguros no previsionales	3.419	144.680	150.980
Total pasivos	67.580	3.989.207	4.110.996
Activos aseguradoras y no aseguradoras	1.055.603	5.298.677	5.427.901
Pasivos aseguradoras y no aseguradoras	474.418	4.580.781	4.692.780
Patrimonio total	581.185	717.897	735.122
Total pasivos y patrimonio	1.055.603	5.298.677	5.427.902
Deuda Financiera	215.502	448.229	459.932

Opinión

Fundamento de la clasificación

Inversiones La Construcción S.A. o ILC es una sociedad de inversiones controlada por la Cámara Chilena de la Construcción A.G (CChC), gremio dedicado a representar los intereses del rubro de la construcción en Chile. El grupo concentra sus actividades, entre otros, en los segmentos previsionales y salud.

Las empresas que conforman el grupo **ILC** son las filiales Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A. ("Habitat"), Isapre Consalud S.A. ("Consalud"), Empresas Red Salud S.A. ("Red Salud", clínicas y centros médicos), Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A. ("Vida Cámara"), Corp Group Vida Chile S.A. ("Corp Group Vida Chile"; compañías de seguros CorpVida y CorpSeguros orientadas, preferentemente, al negocio de rentas vitalicias) e iConstruye S.A. ("iConstruye", portal de servicios a la construcción). También tiene participaciones en Desarrollos Educacionales S.A. ("Desarrollos Educacionales").

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de dos líneas de bonos por parte de **ILC**. La primera de ellas, a diez años por un monto máximo de colocación igual a UF 4 millones, la segunda a treinta años por igual monto máximo. No obstante, el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas no podrá exceder el monto de UF 4 millones. El uso de los fondos tendrá el fin de refinanciar el crédito puente utilizado para la compra de la compañía de seguros Corp Group Vida Chile.

Tras la adquisición de Corp Group Vida Chile, por parte de **ILC**, la empresa separa los estados financieros en: actividad no aseguradora y actividad aseguradora. De este modo, durante el ejercicio terminado en diciembre de 2013 **ILC** generó ingresos en el área no aseguradora por \$645.993 millones (US\$ 1.231 millones¹), y flujos de efectivos procedentes de la operación no aseguradora por \$109.010 millones (US\$ 208 millones). Mientras que en el área aseguradora obtuvo ingresos de explotación por \$81.268 millones (US\$ 155 millones). A esa fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los \$ 448.229 millones (US\$ 854 millones), la que a marzo del presente año se incrementó en 2,61% a \$459.932 millones (US\$ 834 millones²). Con un patrimonio total consolidado de \$717.897 millones (US\$ 1.368 millones).

A marzo de 2014, **ILC** mantiene inversiones de fácil liquidación por un total de \$55.188 millones de los cuales en su totalidad se encuentran en instrumentos de renta fija nacional, con clasificación igual o superior a A+.

Desde 2010 a 2013, **ILC** ha percibido dividendos promedio anuales iguales a \$ 69.092 millones, de ellos cerca del 52,8% ha sido provisto por Habitat, mientras que el 29,7% por Vida Cámara y el 10,7% de Consalud.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de las líneas de bonos de **ILC** en "Categoría AA+" se ha considerado el elevado flujo de dividendos que percibe desde sus filiales y el alto valor

¹Tipo de cambio utilizado: \$ 524,61/US\$ correspondiente al 31/12/2013.

²Tipo de cambio utilizado: \$ 551,18/US\$ correspondiente al 31/03/2014.

económico de sus inversiones productivas, ambas en relación al nivel de su deuda financiera. Sólo las acciones de su filial Habitat presentan una valorización, según precio bolsa promedio en los últimos 12 meses³, de \$753.129 millones (US\$ 1.373 millones⁴). Así, el valor de Habitat ponderado por la participación de **ILC** en ella es de \$508.362 millones (US\$ 926 millones). Este valor es de 3,4 veces la deuda financiera individual de la empresa a marzo de 2014. Esta fortaleza está supeditada a que el valor de las acciones de Habitat no presente fuertes fluctuaciones que pongan en detrimento el valor de éstas y el respaldo, en términos de liquidez, que representa esta filial.

Complementariamente, la clasificación asignada se ve sustentada por el hecho de que la sociedad emisora controla la política de reparto de dividendos de sus cinco filiales más relevantes. Tal como ya se mencionó, durante el año 2013, la sociedad emisora percibió dividendos por \$ 54.590 millones, lo cual equivalió al 36,8% del total de su deuda financiera directa y al 74,1% del máximo vencimiento directo anual correspondiente al año 2016, según el actual perfil de vencimientos. Asimismo, se valora los rubros en los que las filiales desarrollan sus actividades, lo que atenúa los riesgos que puedan materializarse en alguna de ellas y que pudieran impactar el pago de dividendos. En los hechos Habitat, las compañías de seguros y Consalud son fiscalizadas por superintendencias específicas y tienen obligaciones legales que cumplir (por ejemplo, patrimonio mínimo), aspecto que reducen el riesgo operativo y financiero de estas entidades.

Adicionalmente, se ha considerado positivamente la existencia y consistencia de una política financiera conservadora, lo que se manifiesta en primer lugar a través del bajo endeudamiento financiero que históricamente ha tenido la empresa. En segundo lugar, tal política queda además expresada en la mantención de un elevado nivel de inversiones financieras, que fortalecen la liquidez de la compañía, establecidas con el objeto de cubrir, entre otros, eventuales necesidades financieras determinantes para el normal curso de sus negocios.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación se encuentra la dependencia de **ILC** a la recepción de dividendos provenientes de sus filiales para la adecuada mantención de sus flujos operacionales, ya que aquellos pueden ser afectados por situaciones contables o eventos adversos, aunque se reconoce la baja probabilidad de ocurrencia simultánea de este tipo de situaciones en todas sus filiales. Por lo demás, el alto monto de sus inversiones financieras atenúa significativamente los efectos de una caída coyuntural en los dividendos que se reciban en un año en particular.

La clasificación de riesgo también incorpora que cuatro (AFP Hábitat, Isapre Consalud, Vida Cámara y Corp Group Vida Chile) de sus cinco principales inversiones operativas participan en mercados altamente regulados, lo que expone a la sociedad al riesgo de cambios en la normativa vigente, aunque, por otro lado se tiene que las normativas bien aplicadas tienden a reducir el riesgo de las industrias.

Dentro del proceso de clasificación se ha considerado el incremento de la deuda del emisor; no obstante, se ha mantenido la categoría de riesgo asignada por cuanto, siendo objetivo el mayor endeudamiento, la compañía sigue conservando en forma muy sólidas sus fortalezas asociadas a una fuerte liquidez y al elevado valor de sus activos, ello incluso sin incluir el efecto positivo de la adquisición de Corp Group Vida Chile.

³ El precio promedio de la acción de Habitat, en los últimos doce meses finalizados el 07/07/2014, es igual a \$753,1.

⁴Tipo de cambio usado: \$ 548,72/US\$ al 07/07/2014.

La perspectiva de la clasificación se califica en "Estable", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

Finalmente, cabe señalar, que la categoría de riesgo otorgada ha sido considerando el actual nivel de deuda del emisor. Actualmente, la compañía está inscribiendo dos líneas de bonos por UF 4 millones cada una; por lo tanto, en la medida que se vaya utilizando dichas líneas, la clasificación deberá ser revisada, considerando tanto el monto de la nueva deuda como el uso de la misma.

Para la mantención de la clasificación se hace necesario que la empresa conserve el control de sus filiales más relevantes, en particular de AFP Habitat, de modo de seguir controlando la política de dividendos de ésta. Además, se espera que el endeudamiento relativo de la empresa no experimente un incremento significativo, y que la sociedad conserve un adecuado nivel de reservas financieras.

Con lo anterior, se hace necesario que se visualice en el corto plazo una mayor estabilidad de los flujos de la nueva filial: Corp Group Vida Chile, de modo que esta le permita generar dividendos que contribuyan a los flujos de **ILC**.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Valor de mercado de inversiones considerablemente holgado respecto a obligaciones financieras de la matriz.
- Elevado flujo de dividendos.

Fortalezas complementarias

- Control de política de dividendos de filiales.
- Firmas exhiben viabilidad financiera por sí mismas.
- Firme compromiso y apoyo del controlador: Cámara Chilena de la Construcción.

Fortalezas de apoyo

- Inversiones de la matriz están presentes en toda la cadena de los sectores previsionales y salud.
- Emisor con política de endeudamiento conservadora.
- Alta liquidez para enfrentar contingencias.

Riesgos considerados

- Caída en la recepción de dividendos provenientes de filiales (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia o, en su defecto, por período acotado y situación de liquidez manejable por la sociedad emisora).
- Insolvencia de filiales (riesgo de muy baja probabilidad de ocurrencia).
- La empresa participa en los sectores previsionales y de salud que están sujetos marcos regulatorios susceptibles de cambios.

Hechos recientes

Resultados a marzo de 2014

Durante el primer trimestre de 2014, la empresa obtuvo ingresos por actividades ordinarias, correspondientes a la actividad no aseguradora, por \$168.154 millones, las que aumentaron un 11,3% respecto de marzo de 2013. Lo anterior, se produce por los mayores ingresos que obtuvo la filial Consalud, los que aumentaron un 7%, las mayores ventas de Red Salud, las que se incrementaron en 4%. Por otra

parte, los ingresos de la actividad aseguradora pasaron de los \$5.948 millones, en marzo de 2013, a \$95.984 millones en el mismo periodo de 2014, esto es producto de los ingresos provenientes de Corp Group Vida Chile, la que en 2013 no pertenecía a **ILC**.

De esta forma, la ganancia total ascendió a \$20.335 millones lo que significa una disminución igual a 24,7% respecto de marzo de 2013, esta disminución se debe a las pérdidas que se generaron en la actividad aseguradora, producto de los menores resultados operacionales que obtuvo Corp Group Vida Chile.

La deuda financiera, en términos consolidados, alcanzó los \$459.932 millones lo que corresponde a un aumento de 2,61% respecto de diciembre de 2013. El 78,8% de ella está en el largo plazo.

Eventos recientes

La filial de **ILC**, compañía de seguros Vida Cámara, participó en el proceso de licitación del Seguro de Invalides y Sobrevivencia correspondiente al periodo 2014-2016, la compañía se adjudicó dos de las nueve fracciones del grupo de riesgo de hombres. La compañía presentó una oferta de 1,15% de la renta líquida imponible.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”.