

Por la calidad y alto volumen de sus flujos, y elevado valor de sus activos

***Humphreys* clasificó en “Categoría AA+” las líneas de bonos de Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A.**

Santiago, 13 de julio de 2011. *Humphreys* asignó “Categoría AA+” a las líneas de bonos a diez y 30 años inscritas por **Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A. (ILC)**. La perspectiva de la clasificación se estableció como “Estable”.

La clasificación de riesgo asignada refleja la muy alta capacidad del emisor para dar cumplimiento oportuno a sus obligaciones financieras. Esto se sustenta en: su flexibilidad para disponer de los recursos requeridos en cada vencimiento de la deuda, por cuanto tiene acceso a dividendos provenientes de empresas con bajo nivel de riesgo y relativa estabilidad de sus flujos; en que mantiene un elevado patrimonio económico que facilita su acceso a las fuentes de financiamiento; y en que, además, presenta una liquidez más que adecuada en relación con sus compromisos, política que ha sido persistente en el tiempo.

La primera fuente de ingresos del emisor para pagar sus obligaciones corresponde a los dividendos recibidos de sus filiales, monto que ha alcanzado un promedio anual de aproximadamente \$ 27.342 millones (US\$ 58,4 millones) entre 2005 y 2010, cifra que representa el 51% del pasivo financiero total¹ y cubre en un 93% el máximo servicio anual de la deuda del bono². Los dividendos del emisor provienen de ocho empresas diferentes, las más relevantes asociadas a mercados regulados o con una elevada importancia desde el punto de vista de las políticas públicas del país: AFP Habitat, Red Salud, Vida Cámara e Isapre Consalud.

De acuerdo con estimaciones de *Humphreys*, los dividendos de largo plazo percibidos por **ILC** (promedio de las utilidades de las filiales de los últimos cinco años) debieran ser del orden de los US\$ 82 millones anuales, bajo el supuesto conservador de una distribución de 50% de las ganancias para Habitat (utilidad después de compra de cuotas para el encaje) y de 70% para el resto de las filiales, cifra que se incrementaría a US\$ 137 millones si se asume el reparto de la totalidad de las utilidades (cabe destacar que se controla la política de dividendos de todas las filiales y éstas tienen capacidad para acceder directamente a financiamiento).

La principal filial, AFP Habitat, podría generar ingresos a la compañía vía dividendos del orden de los \$ 16.500 millones (US\$ 35 millones, 50% de reparto de utilidades), suficiente para responder por sí solo al pago de los cupones anuales, con la excepción de los bonos *bullet* en 2015. Esta subsidiaria es de muy bajo riesgo y con flujos estables, además de tener expectativas de crecimiento considerando la próxima obligatoriedad de cotizar para los trabajadores independientes. Adicionalmente, conjuntamente las filiales Consalud y Red Salud podrían generar dividendos del orden de \$8.900 millones (US\$ 19 millones, 70% de distribución de resultados). Ambas empresas están ligadas al área de la salud y tienen un importante potencial de crecimiento dado el mayor nivel de ingresos del país y el progresivo envejecimiento de la población.

Por otra parte, asumiendo que la disponibilidad de flujos se resintiera por necesidades de las propias filiales, se estima que la sociedad emisora no tendría inconveniente para acceder a financiamiento, por cuanto el valor económico de sus filiales le serviría como respaldo: basta mencionar que el valor accionario de Habitat correspondiente a **ILC** ascendía a aproximadamente US\$ 880 millones al cierre de mayo, superior en once veces al valor de sus pasivos financieros, lo anterior sin contar el valor del resto de las subsidiarias. Adicionalmente, en un caso extremo, existe la posibilidad de entregar acciones de Habitat en garantía o, en su

¹ Monto del pasivo financiero después de efectuada la colocación de los bonos y el prepago de la totalidad de la deuda actual, según lo programado por la sociedad.

² Asumiendo que la empresa coloca un 50% del valor de los instrumentos en bonos *bullet* a cinco años y el resto en bonos con amortizaciones anuales e iguales entre 2022 y 2032, inclusive.

defecto, enajenar parte de ellas sin perder el control: al vender un 16,5% de AFP Habitat -límite máximo para no reducir la participación a 50% o menos- implicaría recursos por US\$ 230 millones, según precios al 31 de marzo de 2011, representando el 420% de la deuda financiera.

Sumado a todo lo anterior, se debe agregar como fortaleza el perfil financiero altamente conservador que la sociedad ha adoptado, lo que se manifiesta en el elevado y creciente nivel de reservas que mantiene (US\$ 194 millones al cierre de 2010), constituidas a partir de dividendos percibidos, con el objetivo de apoyar a sus filiales en caso de necesidad de aporte de capital, pero también para el pago de sus propios compromisos financieros en caso de requerirlo. Considerando que los bonos a colocar corresponden a cerca de US\$ 115 millones, la empresa posee liquidez más que suficiente para enfrentar el pago total de estos instrumentos, incluso ante el evento de una reducción importante de su activo circulante.

La clasificación de riesgo también incorpora que tres de sus cuatro principales inversiones operativas participan en mercados altamente regulados (Habitat, Consalud y Vida Cámara). Si bien este hecho introduce el riesgo de cambios en la normativa vigente, al mismo tiempo se contempla que la regulación bien aplicada tiende a reducir el riesgo de las industrias. La filial Vida Cámara ha sido clasificada en categoría A+ por **Humphreys**.

En 2010 **ILC** obtuvo ingresos consolidados por US\$ 1.166 millones bajo IFRS (proforma) y una utilidad consolidada por US\$ 375 millones (incluyendo la ganancia por el ajuste por consolidación a valor justo de Habitat), recibiendo dividendos correspondientes al ejercicio por sobre los US\$ 96,7 millones (equivalente al 84% de su pasivo financiero proyectado). Al 31 de diciembre de 2010 la deuda financiera de la empresa, a nivel individual, ascendía US\$ 240 millones, de los cuales serán refinanciados 2,5 millones de Unidades de Fomento con la colocación de los bonos, y el resto prepagado con los dividendos percibidos. El total de la deuda financiera fue tomado para la adquisición del 41% de AFP Habitat en 2010, no teniendo anteriormente endeudamiento de este tipo.

ILC es una filial de la Cámara Chilena de la Construcción (gremio del sector inmobiliario-construcción), actuando como empresa matriz de las filiales del área previsional, de salud y educación, principalmente. Controla el 67,5% de AFP Habitat, el 99,9% de Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A., el 99% de Isapre Consalud S.A., el 80,8% de Red Salud (clínicas y centros de atención ambulatoria), el 99,9% de Desarrollos Educativos S.A. (colegios Pumahué y Manquecura), y el 32,95% de iConstruye S.A. (servicios *online* a la construcción). Adicionalmente es dueña de Invesco Internacional S.A. (administración de activos previsionales en el extranjero) y Megalab S.A. (activos inmobiliarios).

Contacto en **Humphreys**:

Carlos Ebensperger H.

Teléfono: 562 - 433 5200

E-mail: carlos.ebensperger@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16° – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (562) 433 52 00 / Fax (562) 433 52 01

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".