



## ACCIÓN DE RATING

12 de julio, 2019

[Informe nuevas líneas de bonos](#)

### RATINGS

#### Inversiones La Construcción

Solvencia	AA+
Bonos	AA+
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2019

*Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)*

### METODOLOGÍAS

[Metodología general de empresas](#)

[Clasificación de holdings y sus filiales](#)

### CONTACTOS

**Francisco Loyola** +56 2 2896 8205  
Gerente de Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

**Fernando Villa** +56 2 2896 8207  
Gerente de Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

**Maricela Plaza** +56 2 2896 8215  
Subgerente de Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

**José Delgadillo** +56 2 2896 8211  
Analista de Corporaciones  
[jdelgadillo@icrchile.cl](mailto:jdelgadillo@icrchile.cl)

## Inversiones La Construcción S.A.

**ICR clasifica en categoría AA+/Estable las nuevas líneas de bonos (en proceso de inscripción) de Inversiones La Construcción S.A. (ILC).**

La clasificación se sustenta en el impacto que tendría para ILC la futura emisión de bonos al amparo de estas líneas. Así, dado el uso de los fondos informado por la compañía, no se espera que el stock de deuda aumente al corto plazo.

Las estimaciones de ICR consideran que el holding destinaría los recursos a refinanciamiento de pasivos financieros, lo que permitiría reajustar el perfil de amortización hacia el largo plazo, quitándole presión al calendario de pagos y, eventualmente, disminuir su costo de fondos. Adicionalmente, el endeudamiento financiero individual se mantendría en los niveles actuales (0,25 veces a marzo de 2019).

El monto máximo de las líneas es de UF 4.000.000 cada una, con un plazo de 10 y 30 años, cuya estructura estipulada en el contrato de emisión, esto es, declaraciones, garantías, *covenants*, y eventos de *default*, no incluye condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

La clasificación de solvencia de ILC considera:

- ❖ La estabilidad, diversificación y alto flujo recibido desde sus filiales.
- ❖ La participación controladora que mantiene en gran parte de sus filiales, por tanto, su incidencia en la política de dividendos.
- ❖ El alto acceso a liquidez derivado de flujo de dividendos (de varias filiales) y acceso a financiamiento en el mercado (mediante bonos y bancos).
- ❖ Su alto endeudamiento individual (pero con un perfil de amortización que se va estructurando constantemente al mediano/largo plazo) y altos niveles de caja.
- ❖ Las bajas necesidades de las filiales por financiamiento de la matriz para cubrir déficits operacionales que pudieran requerir desembolsos de caja significativos del controlador al corto plazo.
- ❖ La subordinación estructural de ILC (individual), ya que la deuda de la matriz se encuentra subordinada al pago de las obligaciones de las filiales, tal y como ocurre en gran parte de los holdings.

El rating ponderado asignado a las filiales de ILC es categoría AA- y, pese a la subordinación estructural y el actual endeudamiento individual, el acceso a la liquidez y la diversificación de sus filiales aumentan esta clasificación hasta categoría AA+.

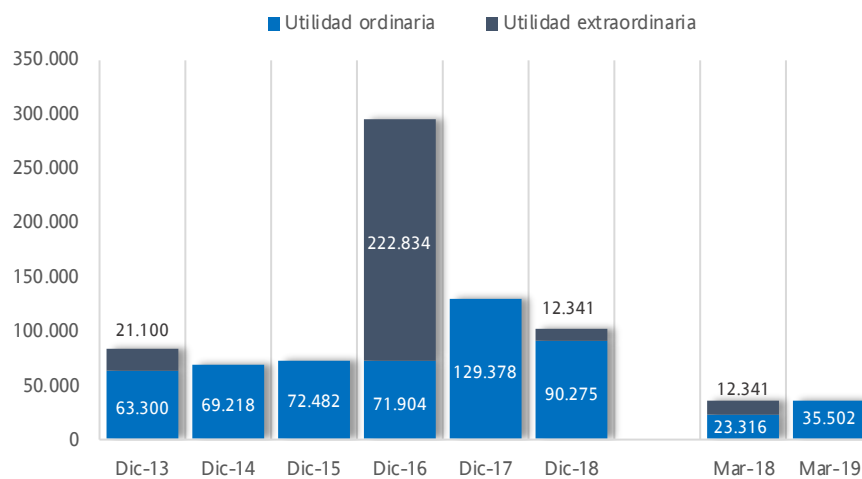
## Utilidades ordinarias consolidadas del holding al alza, sumado a filiales con sólidas clasificaciones de riesgo

### Utilidad atribuible a los controladores de la compañía creciente los últimos años (excluidos efectos extraordinarios)

Los mejores resultados de Inversiones Confuturo y de AFP Habitat impactaron positivamente en los resultados de ILC, que llegaron a \$35.502 millones a marzo de 2019 (\$35.657 millones a marzo de 2018 y \$23.316 millones si no se incluyen los resultados extraordinarios generados por la venta de ATESA en ese período).

### Utilidad atribuible a los controladores creciente (excluyendo efectos extraordinarios)

Utilidad de Inversiones La Construcción, atribuible a los controladores (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Adicionalmente, aportaron favorablemente a los resultados atribuibles a los controladores (pero en menor medida respecto a las otras dos filiales), Red Salud, Vida Cámara Perú y Banco Internacional. Contrarrestaron parcialmente estos resultados, Vida Cámara y Consalud.

### Principales inversiones del holding muestran altos niveles de solvencia

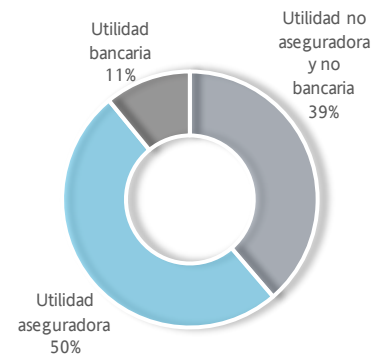
- ❖ AFP Habitat: Los ingresos aumentaron 11,4% al primer trimestre de este año respecto al mismo período del año anterior, principalmente por mayores ingresos por comisiones tanto en Chile como en Perú.

En Chile, esta variación corresponde al alza de 5,9% en la renta promedio real imponible, lo que va en línea con la estrategia de la compañía de apuntar a segmentos de rentas más altas.

En Perú, por su parte, los ingresos por comisiones crecieron 33,1%, y su participación de mercado medida sobre afiliados activos alcanzó 15% al primer trimestre de este año.

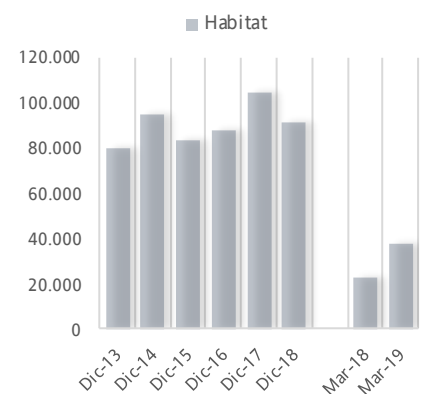
Estos mayores ingresos mitigaron del todo el aumento de 11,2% en los gastos de administración, permitiendo que la compañía cerrara el trimestre con una utilidad de \$37.567 millones (+68,1% respecto al mismo período del año anterior). Es importante destacar que el mejor escenario de inversión incrementó en \$17.728 millones el resultado proveniente del encaje.

### COMPOSICIÓN UTILIDAD A MARZO 2019 (CONSOLIDADA), POR SEGMENTO DE NEGOCIO



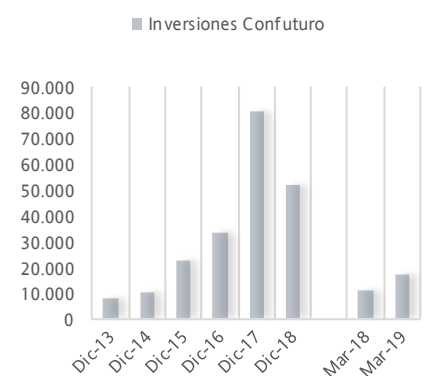
Fuente: La compañía

### UTILIDADES HABITAT (MM\$)



Fuente: La compañía

### UTILIDADES INV. CONFUTURO (MM\$)



Fuente: La compañía

- ❖ Inversiones Confuturo (AA-/Estable por ICR): Al primer trimestre de 2019 el ingreso neto por primas disminuyó 32,9% respecto al mismo período del año anterior, producto de la reducción en las primas de rentas vitalicias obtenidas por Confuturo (AA/Estable por ICR) y Corpseguros (AA/Estable por ICR).

Los ingresos por intereses y reajustes, por su parte, aumentaron 31,5% en el mismo período de medición, producto del mejor desempeño de los mercados financieros, que implicó \$7.626 millones de mayor retorno en renta variable nacional y extranjera. A lo anterior se suma la venta de un inmueble ubicado en Santiago Centro que implicó aumentar \$6.488 millones el resultado de bienes raíces nacionales. Todo lo anterior fue parcialmente contrarrestado por la disminución del resultado de derivados financieros.

Estos mayores ingresos permitieron que la compañía cerrara el trimestre con una utilidad de \$16.211 millones (+51,7% respecto al mismo período del año anterior).

- ❖ Banco Internacional (AA-/Estable por ICR): Al primer trimestre de 2019 los ingresos por intereses aumentaron 32,8% producto de las mayores colocaciones comerciales, lo que fue contrarrestado por los mayores gastos por intereses (+29,7%) que implicó que el ingreso neto por intereses y reajustes disminuyera 1,2% en el trimestre.

Las provisiones, por su parte, disminuyeron 23,4% en el trimestre dada la tendencia hacia la mejora de la calidad de la cartera que logró contrarrestar los mayores gastos provenientes de personal y administrativos dada la consolidación de Factoring Baninter y la creación de una Administradora General de Fondos.

Lo anterior permitió que la compañía cerrara el trimestre con una utilidad de \$4.084 millones (+3,4% respecto al mismo período del año anterior).

- ❖ Red Salud: Al primer trimestre de 2019 los ingresos aumentaron 12,1% producto fundamentalmente de la mayor actividad ambulatoria que significó que todas las clínicas mejoraran sus ingresos y que el EBITDA consolidado creciera 33,4% en el trimestre.

Pese a lo anterior, la compañía cerró el trimestre con una ganancia de \$56 millones (\$10.622 millones a marzo de 2018). La utilidad disminuyó \$10.606 millones producto de la alta base de comparación del primer trimestre del año anterior derivada de la desinversión en ATESA que significó una utilidad de \$12.341 millones después de impuestos. Al aislar dicho efecto, Red Salud hubiera mejorado su utilidad en \$1.775 millones durante el período.

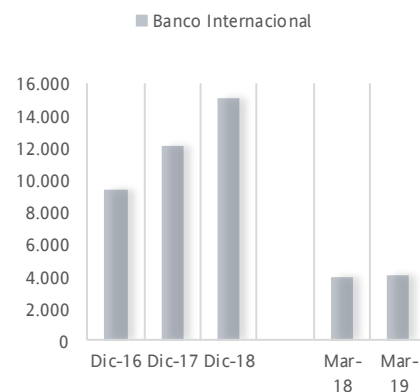
- ❖ Consalud: Al primer trimestre de 2019 los ingresos aumentaron 9,4% producto principalmente de los ajustes en tarifa base y del aumento en el número de cotizantes (+4,5%).

Lo anterior no alcanzó a compensar el aumento de siniestralidad (mayores prestaciones ambulatorias, hospitalarias y licencias médicas). Adicionalmente hubo mayores gastos de remuneraciones (captación de nuevos beneficiarios) y alza en los gastos por costas judiciales, todo derivando en una utilidad del ejercicio significativamente inferior respecto a su respectivo comparativo (\$5.975 millones a marzo de 2018 y \$1.999 millones a marzo de 2019 al ser medido bajo IFRS).

- ❖ Vida Cámara (AA-/Estable por ICR): Al primer trimestre de 2019 el resultado bruto estuvo influido negativamente por el resultado del SIS, lo que no alcanzó a ser contrarrestado del todo por el mejor desempeño de los seguros de salud y vida que estuvieron influidos por el alza de beneficiarios.

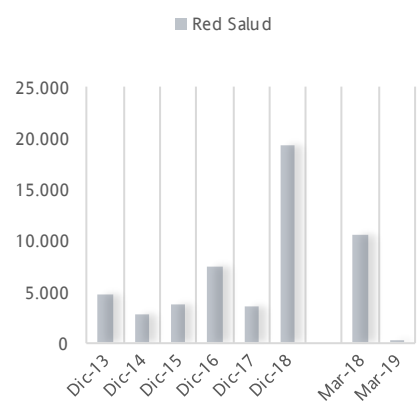
Pese a que la siniestralidad disminuyó desde 81,2% (marzo 2018) hasta 80,7% (marzo de 2019), el aumento de los gastos de administración (+8,8% producto del

**UTILIDADES BANCO INTERNACIONAL (MM\$)**



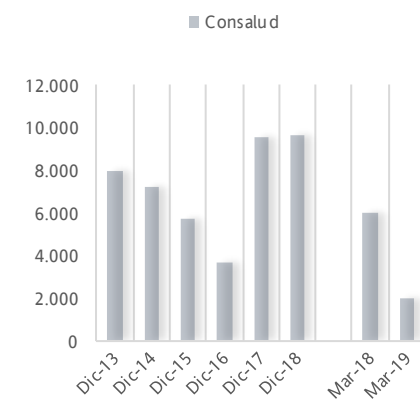
Fuente: La compañía

**UTILIDAD RED SALUD (MM\$)**



Fuente: La compañía

**UTILIDADES CONSALUD (MM\$)**



Fuente: La compañía

fortalecimiento del equipo y mayores gastos por remuneraciones) mitigó este efecto, cerrando el trimestre con una utilidad 17,7% inferior al primer trimestre de este año respecto a la obtenida en el mismo período del año anterior.

**El grupo posee una participación controladora en gran parte de sus filiales, manteniendo influencia en la política de dividendos de éstas**

Para ILC la relevancia de la agregación de valor a las compañías en las cuales invierte, radica en la capacidad de generación de flujos de éstas y en la distribución de dividendos hacia su matriz.

**Participación de ILC en sus principales filiales**

Filial	% de participación ILC
AFP Habitat	40,3%
Isapre Consalud	99,9%
Red Salud	99,9%
Vida Cámara	99,9%
Banco Internacional	67,2%
Inversiones Confuturo	99,9%
Compañía de Seguros Confuturo	100% (a través de Inv. Confuturo)
Compañía de Seguros CorpSeguros	99,999% (a través de Inv. Confuturo)

Fuente: Elaboración propia. Información de la compañía.

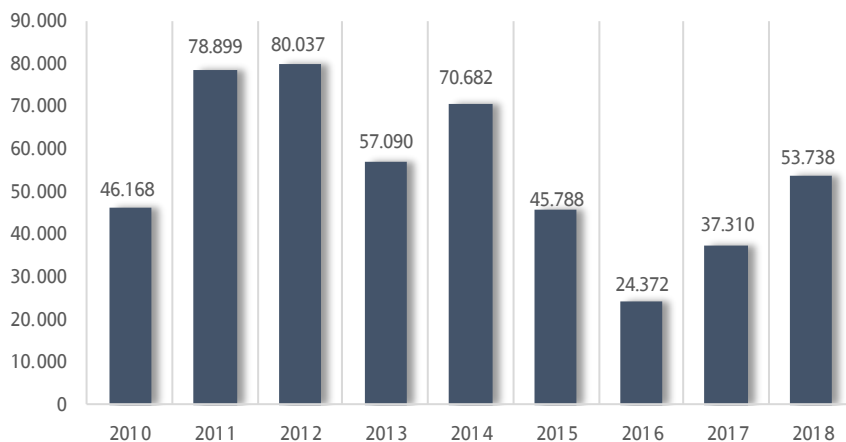
**Alto flujo de dividendos percibidos, permite una sólida cobertura de sus obligaciones financieras**

**Destaca la estabilidad de los dividendos percibidos, principalmente desde AFP Habitat**

En 2018, el grupo recibió dividendos por \$53.738 millones, provenientes desde diversas filiales, lo que representa un crecimiento importante respecto al año anterior.

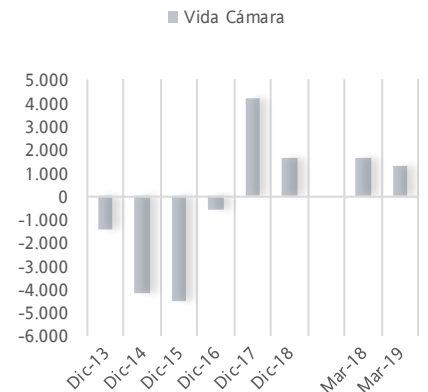
**Dividendos percibidos dentro de sus niveles históricos, pese a la enajenación de una participación de Habitat en 2016**

Evolución de la composición de dividendos percibidos. Período 2010-2018



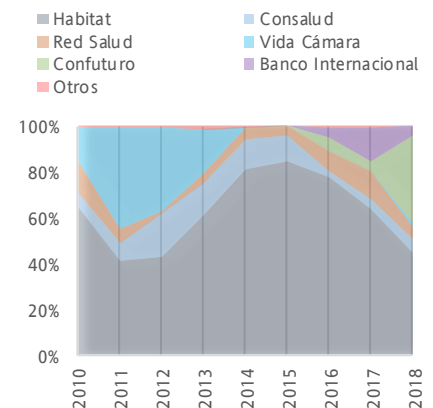
Fuente: La compañía

**UTILIDADES VIDA CÁMARA (MM\$)**



Fuente: La compañía

**CONTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS POR FILIAL (MM\$)**



Fuente: La compañía

**PRINCIPALES INDICADORES DE DEUDA INDIVIDUAL A MARZO 2019<sup>5</sup>**

Pasivos totales	\$284.590 millones
Deuda financiera	\$250.382 millones
Caja y equivalentes	\$ 62.165 millones
Patrimonio controlador	\$767.223 millones
Endeudamiento total	0,37 veces
Endeudamiento financiero	0,33 veces
Endeudamiento financiero neto	0,25 veces

Fuente: La compañía.

La contribución histórica muestra que AFP Habitat, consistentemente, ha aportado dividendos relevantes para el holding, incluso posterior a la asociación con Prudential en 2016 que significó enajenar una participación relevante de la compañía.

Los últimos dos años, ha aportado favorablemente a los dividendos del grupo Inversiones Confuturo, matriz de las compañías de seguro Confuturo y CorpSeguros, las cuales a contar del 28 de junio de 2019 se encuentran fusionadas. Las filiales Consalud y Red Salud, por su parte, si bien entregan dividendos variables cada año, son continuos en el tiempo.

Finalmente, Banco Internacional corresponde a una nueva fuente de dividendos para el grupo, que está mitigando el menor flujo proveniente desde Habitat producto de su disminución de propiedad luego de la asociación de ILC con Prudential.

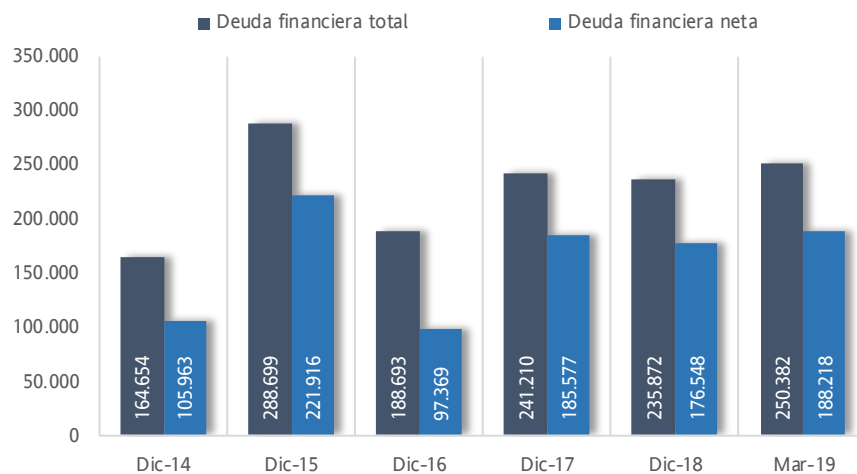
El holding se caracteriza por repartir entre 40% y 70% de su utilidad líquida distribuable, dependiendo de las inversiones que esté llevando a cabo en sus filiales, que requieran apoyo de la matriz vía aumentos de capital.

**La compañía presenta buenos niveles de liquidez y un endeudamiento total individual de 0,37 veces a marzo de 2019**

A marzo de 2019 la compañía cerró el trimestre con pasivos totales individuales de \$284.590 millones y con una deuda financiera de \$250.382 millones, con lo cual sus niveles de endeudamiento total y financiero fueron de 0,37 veces y 0,33 veces, respectivamente.

**Stock de deuda disminuyendo desde su peak en 2015**

Evolución deuda financiera, deuda financiera neta y pasivos totales, todo a nivel individual

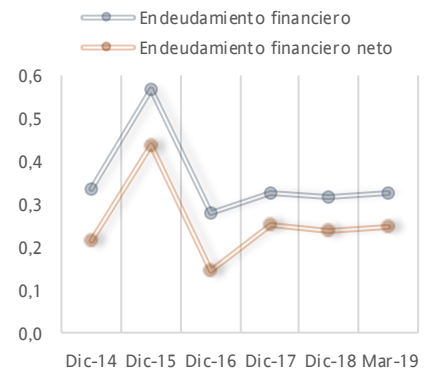


Fuente: Estados financieros individuales

ILC se caracteriza por estructurar su deuda financiera al largo plazo, con el fin de darle flexibilidad y liquidez al grupo en el período de consolidación de sus filiales, que ha incluido aumentos de capital, como el de Banco Internacional durante este año y el anterior.

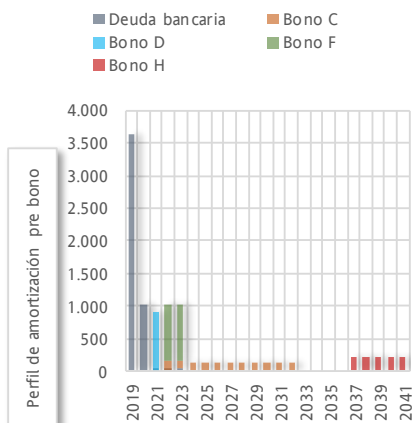
Esta estructura de su calendario de amortización es relevante considerando que su nivel de endeudamiento total se encuentra por sobre el umbral de 0,3 veces establecido en la metodología de clasificación de ICR (a partir del cual, la clasificación de riesgo del holding podría verse reducida con respecto al rating ponderado de sus filiales). Así, el endeudamiento financiero individual<sup>1</sup> se ha mantenido en niveles estables luego de su peak alcanzado en 2015.

**EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO FINANCIERO Y NETO, INDIVIDUALES (N° DE VECES)**



Fuente: Estados financieros consolidados

**CALENDARIO DE AMORTIZACIÓN (CAPITAL) ACTUAL (MM\$)**



Fuente: La compañía

El perfil de amortización de la deuda muestra que para este año el holding tiene un vencimiento relevante de deuda bancaria, que sería amortizada mediante emisión de bonos en el mercado local. Luego de este refinanciamiento, el perfil de amortización quedaría con bajo stock de amortizaciones por año, con lo cual el holding cubriría sus obligaciones con amplia holgura<sup>2</sup> dado el nivel de dividendos con que cuenta.

## Metodología de clasificación

Generalmente, la clasificación de riesgo de solvencia refleja el riesgo de crédito de una compañía dada su deuda total, sin tomar en cuenta la prelación de pagos de los distintos instrumentos. Los holdings son un caso especial, ya que, en general, no son compañías operativas. Por lo tanto, el riesgo de crédito se explica directa e indirectamente por diversos factores, incluyendo: (i) el riesgo financiero/de liquidez del holding; (ii) la fortaleza financiera de sus principales filiales; (iii) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo del holding, según lo complementado mediante [Reseña Anual de Clasificación](#) (septiembre 2018).

Para establecer clasificaciones de riesgo para holdings, ICR generalmente considera lo siguiente:

1. Estructura corporativa, con el fin de determinar si opera como una entidad única (área de tesorería central, con deuda y toma de decisiones centralizada) o si los miembros del grupo operan de manera independiente, cuyo caso sería el de Inversiones La Construcción según lo detallado en Grupo II de Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus filiales.
2. Evaluación de solvencia para las filiales más relevantes. Hecho esto, se determina una clasificación de riesgo para el grupo de empresas que conforman el conglomerado, el que es ajustado, de ser necesario, y asignado a la compañía matriz del holding. El ajuste puede obedecer a muchos factores, sin embargo, la subordinación estructural es generalmente el factor más relevante (los acreedores de las filiales poseen prelación de pagos frente a los acreedores de la matriz) y el nivel de endeudamiento del holding a nivel individual. Usualmente, esto deriva en un ajuste a la baja del rating del holding respecto a sus filiales.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

## Instrumentos clasificados

### Bonos corporativos

ILC está en proceso de inscripción de dos líneas de bonos a 10 y 30 años por un monto de UF 4.000.000 cada una. Según información de la compañía, los fondos de la nueva emisión tienen por objetivo refinanciar parte de su deuda actual. De este modo ILC busca reajustar el calendario de amortización vigente, quitándole los vencimientos de corto plazo, principalmente.

Dado lo anterior, los principales indicadores financieros de la compañía no sufrirían variación como consecuencia de la futura colocación, pero la deuda financiera a nivel individual quedaría estructurada principalmente en bonos. ICR considera que, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

#### Principales características del instrumento

Instrumento	Dos líneas de bonos	
Plazo (años)	10 y 30	
Monto inscrito	UF 4.000.000 cada una	
Garantía	No contempla	
Rescate anticipado	Sí contempla	
Uso de los fondos	i)	Refinanciamiento de pasivos;
	ii)	Financiamiento de inversiones del emisor;
	iii)	Otros fines corporativos del emisor.

Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión

**Principales resguardos financieros bonos vigentes**

<i>Covenant</i>	<i>Exigencia</i>
Endeudamiento financiero neto individual <sup>3</sup> (N° de veces)	<=0,6
Ingresos mínimos provenientes de los negocios Isapre, salud, asegurador y bancario	2/3 de los ingresos de actividades ordinarias
Activos esenciales	propiedad directa o indirecta de: (i) al menos el 40% de Habitat S.A. y: (ii) dos de las filiales relevantes <sup>4</sup> .

Fuente: Elaboración propia con información de escrituras de emisión

A la fecha, la compañía se encuentra en proceso de modificación de los *Covenants* estipulados en sus contratos de bonos vigentes, de modo tal de homolgarlos a la tabla precedente, lo que no tendría impacto negativo en la clasificación de riesgo de esta compañía.

**Evolución de ratings****Evolución clasificaciones**

Fecha	Solvencia	Bonos	Tendencia	Motivo
30-ene-15	AA+	AA+	En Observación	Primera clasificación
30-sep-15	AA+	AA+	En Observación	Reseña anual
10-mar-16	AA+	AA+	Estable	Cambio de tendencia
30-sep-16	AA+	AA+	Estable	Reseña anual
25-jul-17	AA+	AA+	Estable	Nuevo instrumento
29-sep-17	AA+	AA+	Estable	Reseña anual
28-sep-18	AA+	AA+	Estable	Reseña anual
08-jul-19	AA+	AA+	Estable	Nuevo instrumento

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

**Definición de categorías****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.

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

**ANEXO 1: Resumen situación financiera consolidada (cifras en millones de pesos)**

	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Mar-18	Mar-19
Activos totales	5.841.155	7.735.151	8.163.556	8.777.355	9.962.311	9.196.257	10.309.149
Activos de actividad no aseguradora y no bancaria	988.311	1.132.242	932.077	969.825	1.003.485	988.783	1.057.014
Activos de actividad aseguradora	4.852.844	5.390.471	5.849.108	6.131.085	6.559.615	6.288.909	6.603.380
Activos de actividad bancaria	0	1.212.439	1.382.371	1.676.445	2.399.211	1.918.565	2.648.755
Pasivos totales	5.153.032	6.949.320	7.406.239	7.965.976	9.121.135	8.360.951	9.445.540
Pasivos de actividad no aseguradora y no bancaria	644.596	842.390	707.280	757.728	781.352	764.723	831.330
Pasivos de actividad aseguradora	4.508.435	5.016.272	5.441.294	5.653.802	6.101.068	5.813.766	6.133.897
Pasivos de actividad bancaria	0	1.090.558	1.257.664	1.554.446	2.238.715	1.782.461	2.480.313
Deuda financiera total	569.827	959.759	792.299	830.976	1.048.229	858.753	1.142.461
Patrimonio total	688.123	785.819	757.318	811.380	841.175	835.306	863.609
Patrimonio de controlador	491.129	507.250	680.915	735.560	747.114	752.819	767.223
Patrimonio de minoritario	196.994	278.569	76.402	75.820	94.061	82.487	96.387
Utilidad de actividad no aseguradora y no bancaria	90.057	80.804	258.664	40.224	48.825	21.516	14.702
Utilidad de actividad aseguradora	11.447	27.276	39.563	86.906	47.875	12.472	19.122
Utilidad de actividad bancaria	0	(2.034)	8.698	8.374	15.358	4.021	4.149
Utilidad del controlador	69.218	72.482	294.738	129.378	102.616	35.657	35.502

**ANEXO 2: Resumen situación financiera individual (cifras en millones de pesos)**

	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Mar-18	Mar-19
Caja individual (efectivo + activos financieros corrientes)	58.691	66.783	91.324	55.633	59.324	-	62.165
Endeudamiento financiero individual (N° de veces)	0,34	0,57	0,28	0,33	0,32	-	0,33
Endeudamiento financiero neto individual (N° de veces)	0,22	0,44	0,14	0,25	0,24	-	0,25
Deuda financiera total	164.654	288.699	188.693	241.210	235.872	-	250.382

<sup>1</sup> Endeudamiento financiero individual calculado de acuerdo a metodología ICR = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / patrimonio total individual.

<sup>2</sup> Cobertura del servicio de la deuda = dividendos 2018 / obligaciones 2018 (incluye capital e interés y excluye los gastos del holding).

<sup>3</sup> Endeudamiento financiero neto individual (todo contenido en el estado de situación financiera individual del holding) = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes - efectivo y equivalentes al efectivo - instrumentos financieros corrientes) / patrimonio controlador.

<sup>4</sup> Filiales relevantes significa: Compañía de Seguros Vida Cámara S.A., Compañía de Seguros Confuturo S.A., Compañía de Seguros Vida Cámara S.A. (Perú), Isapre Consalud S.A., Empresas Red Salud S.A. y Banco Internacional.

<sup>5</sup> La información entregada por el holding previa a marzo 2019, correspondía a estados financieros individuales que contabilizaba las inversiones en filiales al costo. A partir de 2019 la información financiera entregada por ILC contabiliza estas inversiones a valor patrimonial.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.