



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Nueva emisión

Analista
Carlos Ebensperger H.
Tel. (56-2) 433 5200
carlos.ebensperger@humphreys.cl

Sociedad de Inversiones y Servicios la Construcción S.A. (Inversiones La Construcción)

Marzo 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	Categoría AA+
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos: No Hay	
EEFF base	Diciembre de 2010

Inversiones La Construcción: Estado de Resultados Consolidado Proforma IFRS^{1, 2}

M\$ Dic. 2010	2010
Ingresos de actividades ordinarias	545.824.436
Costo de ventas	-364.467.858
Ganancia bruta	181.356.578
Otros ingresos por función	11.609.480
Total gastos de administración	-94.599.703
Ingresos financieros	26.655.600
Costos financieros	-7.790.851
Participación en ganancias de asociadas y negocios conjuntos	11.637.503
Ganancia	175.363.901
Ganancia minoritaria	18.419.467

Inversiones La Construcción: Balance General Consolidado Proforma IFRS

M\$ Dic. 2010	31-12-2010
Activos corrientes	335.354.689
Efectivo y equivalentes a efectivo	109.050.042
Activos no corrientes	627.293.902
Total activos	962.648.591
Pasivos Corrientes	232.829.736
Pasivos no corrientes	206.666.225
Patrimonio	523.152.630
Patrimonio de controladores	396.293.830
Patrimonio de no controladores	126.858.800
Pasivos y patrimonio	962.648.591
Deuda Financiera	214.596.980

¹ Para efectos comparativos se utilizan los EEFF individuales PCGA; en el Anexo 2 se presentan los EEFF consolidados PCGA.

² Todos los estados financieros usados en el presente informe han sido convertidos a pesos de diciembre de 2010.

Inversiones La Construcción: Estado de Resultados Individual PCGA

M\$ Dic. 2010	2006	2007	2008	2009	2010
Total Ingresos Operacionales	102.823.157	57.091.905	31.534.080	95.254.392	135.988.555
Utilidad neta por inversión en empresas relacionadas	27.892.796	30.575.769	15.064.181	52.987.008	100.593.031
Intereses en inversiones	3.257.643	3.516.153	4.479.920	-2.218.493	2.700.759
Variación de mercado inversiones	3.001.625	-1.752.028	-16.252.612	13.729.230	4.314.699
Venta de inversiones	68.055.480	23.928.782	27.482.909	29.925.825	24.025.491
Otros ingresos operacionales	615.612	823.229	759.683	830.821	4.354.575
Total Costos Operacionales	-67.403.213	-23.445.068	-28.685.901	-32.012.221	-25.422.372
Gastos de Administración y Ventas	-1.414.249	-1.330.676	-1.696.010	-1.956.716	-7.951.654
Resultado no Operacional	-1.153.874	-4.696.512	-5.805.936	1.195.478	431.199
Utilidad del Ejercicio	32.031.357	27.948.334	-2.315.913	61.533.347	102.259.137

Inversiones La Construcción: Estado de Resultados Individual PCGA

M\$ Dic. 2010	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010
Total activo circulante	64.133.923	75.205.380	57.923.545	68.763.731	97.368.806
Valores negociables	58.206.407	70.494.639	55.157.875	66.859.386	90.837.213
Total activo fijo, neto	10.323.227	9.797.780	14.898.923	14.779.550	12.842.253
Total otros activos	168.298.133	175.435.537	180.622.208	221.413.073	340.080.356
Inversiones en empresas relacionadas	168.243.173	175.391.574	180.588.893	221.412.356	338.862.607
Total activos	242.755.283	260.438.698	253.444.676	304.956.354	450.291.415
Total Pasivos Circulantes	3.542.348	3.417.527	5.205.099	5.953.295	113.027.253
Obligaciones con bancos	0	0	0	0	112.114.567
Total patrimonio	239.212.935	257.021.171	248.239.577	299.003.058	337.264.163
Total pasivos y patrimonio	242.755.283	260.438.698	253.444.676	304.956.354	450.291.416

Fundamento de la clasificación

Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A. ("Inversiones La Construcción" 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.

Las empresas que conforman el grupo ILC son las filiales Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A. ("Habitat"), Isapre Consalud S.A. ("Consalud"), Red Salud S.A. ("Red Salud"; clínicas y centros médicos), Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A. ("Vida Cámara"), Desarrollos Educacionales S.A. ("Desarrollos Educacionales"; colegios Pumahue, Manquecura y Nahuelcura), e iConstruye S.A. ("iConstruye", portal de servicios a la construcción). ILC además es dueña de Megalab S.A. ("Megalab", ingresos de rentas inmobiliarias) e Inversiones Internacionales La Construcción ("Invesco Internacional", asesorías financieras e inversiones previsionales) y administra un conjunto de inversiones financieras.

En 2010 **ILC** generó ingresos consolidados por \$ 545.824 millones (US\$ 1.166 millones) y un EBITDA de \$105.581 millones (US\$ 226 millones). Al 31 de diciembre de 2010 la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$ 214.597 millones (US\$ 459 millones, de los cuales US\$ 235 millones eran compromisos propios), con un patrimonio total consolidado de \$ 523.153 (US\$ 1.118 millones). Al cierre de 2010, **ILC** administraba inversiones financieras de reserva por \$ 90.837 millones (US\$ 195 millones³)..

En los últimos seis años el emisor ha percibido por concepto de dividendos provenientes de sus filiales en promedio \$27.342 millones, de los cuales aproximadamente el 45% provino de Habitat, aunque el pago proveniente de esta filial ha aumentado en los últimos años, llegando a \$ 48.000 millones derivados de la utilidad 2010 y del aumento de participación en esta filial a comienzos de tal año.

La clasificación de riesgo de los bonos de la **ILC** se enmarca dentro de un plan de refinanciamiento de pasivos financieros que fueron contraídos para la compra del 41,26% de Habitat en 2010, situación que le permitió tomar, en exclusiva, el control de dicha AFP. El plan de la empresa es emitir bonos por un total de 2,5 millones de unidades de fomento (UF), y prepagar el resto de su deuda financiera individual con los dividendos recibidos desde sus filiales en 2010, de esa forma dejando que los bonos constituyan sus únicos compromisos financieros a nivel individual.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **ILC** en "Categoría AA+" se ha considerado el elevado flujo de dividendos que percibe desde sus filiales y el alto valor económico de sus inversiones productivas, ambas en relación con su deuda financiera proyectada luego de la colocación de los bonos. En efecto, en el período 2005-2010, el emisor ha recibido dividendos anuales por US\$ 58,4 millones en promedio y sólo sus acciones de Habitat presentan una valorización, según precio bolsa al cierre de marzo de 2011 de cerca de US\$ 880 millones, siendo de 7,7 veces el valor de la deuda financiera individual de **ILC** post-colocación de bonos.

Complementariamente, la clasificación asignada se ve sustentada por el hecho que la sociedad emisora controla la política de reparto de dividendos de sus cinco filiales más relevantes, todas entidades de buen rendimiento operacional y viables económicamente. Asimismo, se valora la diversidad de 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.

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, siendo el endeudamiento actual una excepción motivada por un hecho en particular (transacción de acciones de Habitat). En segundo lugar, tal política queda además expresada en la mantención de un elevado nivel de inversiones financieras, a modo de reserva, establecidas con el objeto de realizar eventuales aportes a sus filiales en caso que ellas lo requieran.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación se encuentra la dependencia de **ILC**, para el pago de sus compromisos, a la recepción de dividendos provenientes de sus filiales, los que 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

³ Considerando el dólar de cierre de 2010: \$ 468,01/US\$.

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 tres de sus cuatro 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.

La perspectiva de la clasificación se califica como "Estable", por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

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 además la sociedad conserve la política de reservas que ha mantenido hasta ahora.

Hechos recientes

Eventos recientes

El 22 de enero de 2010 **ILC** y Citigroup Chile S.A. acordaron la venta a la primera por parte de la segunda de la totalidad de la participación que ésta mantenía en la sociedad Inversiones Previsionales S.A., de propiedad en partes iguales de ambas empresas y controladora de Habitat. Dicha transacción se materializó mediante una oferta pública de acciones, y con ello **ILC** pasó a tener el 81,48% de dicha AFP, pasando a ser así su exclusivo controlador. Posteriormente, en agosto del mismo año, el emisor materializó la venta de un 14% de las propiedad de Habitat que mantenía a través de Inversiones La Construcción Limitada (creada especialmente para la adquisición de las acciones a Citigroup Chile), finalmente conservando hasta hoy un 67,48% de las acciones de la AFP.

En mayo de 2010 la filial Vida Cámara se adjudicó la administración del 36% del Seguro de Invalides y Sobrevivencia del sistema de AFP vigente para el período 2010-2012, lo que se suma a la adjudicación efectuada el año anterior para el período 2009-2010.

En diciembre de 2010 **ILC** capitalizó utilidades retenidas por un total de \$ 213 mil millones.

En diciembre de 2010 y marzo de 2011 se inauguró la ampliación de la clínica Avansalud y la nueva clínica Bicentenario, respectivamente, ambas filiales de Red Salud, subsidiaria de **ILC**.

En enero de 2011 la empresa vendió el 47% de participación que mantenía en la Administradora de Fondos para la Vivienda La Construcción S.A.

La filial Red Salud se encuentra en proceso de inscripción de dos líneas de bonos por hasta 2 millones de unidades de fomento (UF), con el objeto de refinanciar parte de su deuda financiera, pero en particular para el financiamiento de su plan de crecimiento.

Definición Categorías 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.

Oportunidades y Fortalezas

Elevado nivel de dividendos recibidos: Considerando el nivel de utilidades de los últimos cinco años, los dividendos recibidos de la empresa podrían fluctuar entre US\$ 137 millones, si las filiales reparten el 100% de las utilidades, y US\$ 41 millones, si sólo se reparten el 30%. Estas cifras se contrastan adecuadamente con un pasivo financiero de aproximadamente US\$ 115 millones⁴. Es más, si Habitat -sociedad con bajas necesidades de inversión- distribuye su utilidad 2010 como dividendo, los ingresos por este concepto para **ILC** alcanzarían un 95% del valor total de los bonos (UF 2,5 millones⁵), y si se considera el período 2006-2010, el promedio de las utilidades antes de encaje de Habitat cubre el 91% del valor del bono. La política actual de dividendos de Habitat considera repartir al menos un 90% de la utilidad distribuible⁶, con lo que si se reparte la correspondiente a 2010, se alcanza a cerca de un 70% del valor de los bonos.

Elevado valor económico de inversiones productivas: Si para determinar el valor económico de Habitat se considera su precio en bolsa, y para el resto de las filiales y coligadas se asume una relación de 10 veces su utilidad (mucho menor que las acciones IPSA), se tiene que el endeudamiento representaría sólo el 6,4% del valor de sus activos (US\$ 1.747⁷ millones), excluyendo las inversiones de carácter netamente financiero. Esta situación entrega una fuerte flexibilidad financiera al emisor, incluso en períodos de crisis, por cuanto le permite captar recursos mediante la enajenación de acciones o acceder a endeudamiento vía constitución de prendas.

Control de las empresas filiales: Al poseer el control de todas las empresas que forman parte del grupo **ILC** es capaz de determinar la política de dividendos de cada una de ellas, lo que le permite adecuar el reparto de utilidades a las necesidades de ellas y en particular al pago de compromisos propios.

Bajo riesgo y adecuada solvencia de las filiales: La actividad de las filiales de **ILC** se enmarca dentro de sectores de la economía ligados a la seguridad social (Habitat y Vida Cámara), la salud (Red Salud y Consalud) y la educación (Desarrollos Educacionales), todos rubros que cubren necesidades básicas de la población con expectativas de crecimiento. En opinión de **Humphreys**, las subsidiarias cuentan con una

⁴ Ver Anexo 3 con valores usados para el cálculo.

⁵ Considerando un valor de la unidad de fomento de \$21.600/UF.

⁶ Utilidad distribuible = Utilidad del ejercicio – Compras netas de cuotas de encaje – Utilidad por encaje.

⁷ Considerando un precio de la acción de Hábitat de \$630, el dólar de cierre de marzo (\$479,46/US\$). Para el valor económico de las empresas sin cotización en bolsa se multiplica por diez veces la utilidad de 2010 y se multiplica por el porcentaje de propiedad que le corresponde a **ILC**, para obtener el valor económico aproximado que le corresponde.

solvencia adecuada para hacer frente a sus compromisos financieros, y en el caso de Habitat, Consalud, Vida Cámara e iConstruye, la deuda financiera es nula o muy baja y por tanto es poco probable la necesidad de requerir el respaldo de la matriz en este aspecto. Por la naturaleza de sus actividades, las filiales Desarrollos Educacionales y Red Salud requieren de recursos para el desarrollo de infraestructura, pero ellos han sido obtenidos de manera autónoma, los que además son pagaderos con los flujos de caja operacionales de cada negocio, en ambos casos positivos.

Diversificación de inversiones: Las filiales de **ILC** están repartidas en distintos sectores, como son el asegurador, previsional, de salud, servicios y educacional, lo que implica que posee una base de inversiones diversificada y que permite prever que, en caso de contingencias que afecten el flujo de dividendos de una de ellos, el resto continuará pagando con normalidad el reparto de utilidades correspondientes a cada una.

Respaldo de portafolio de inversiones financieras de reserva: Parte del reparto de dividendos recibido por **ILC** es destinado por ella a un conjunto de inversiones financieras de renta fija y variable, en Chile y el exterior, en instrumentos de similar riesgo a aquellos en los que invierten los fondos de pensiones, y cuyo objeto es mantener una reserva de contingencia en caso de necesidad de aporte de recursos a alguna de sus filiales, por alguna eventual contingencia. A través del tiempo estos recursos han ido aumentando, cerrando 2010 con un total de \$ 91 mil millones, constituyéndose así en una importante fuente de recursos en caso de necesidad para el pago de los compromisos financieros del emisor, incluyendo los bonos clasificados (en los últimos seis años la cifra nunca ha sido inferior a US\$ 81 millones, cerrando en 2010 con US\$ 195 millones). La razón de la mantención de estos recursos es que para la CChC, como entidad gremial sin fines de lucro, el contacto y acceso al mercado financiero para aportar capital a alguna de las filiales de **ILC** en caso de necesidad sería menos expedito. A juicio de **Humphreys**, la consistencia observada en las reservas le otorgan la calidad de política a la mantención de tales recursos.

Estructura financiera conservadora: La deuda financiera que a la fecha mantiene **ILC** constituye una excepción a su política de endeudamiento, puesto que fue contraída con el objetivo de adquirir a Citigroup el 40,24% de la propiedad de Habitat, para así tomar el control exclusivo de la AFP. La empresa tiene por política que cada filial se administre de manera autónoma, lo que implica que cada una de ellas debe asegurarse el financiamiento para sus proyectos y operaciones. Dicha política se manifiesta en que la empresa haya optado por no hacer uso de las reservas financieras que mantenía, ni siquiera en parte, para la transacción en que tomó el control de Habitat. Antes de la operación mencionada, en los cinco años anteriores la deuda financiera de la empresa siempre fue inexistente a nivel individual.

Acciones de Habitat y su disponibilidad en caso extremos.: **ILC** es dueña de un 67,48% del capital accionario de esta AFP, lo que implica que tiene acciones en "exceso" por sobre el número de títulos que le permite mantener el control de esta filial (50%+1). A mayo de 2011, los títulos accionarios correspondientes a este "exceso" de la propiedad de la administradora alcanzaban un valor en la Bolsa de Valores de Santiago cercano a los US\$ 230 millones. Esto permite presumir que ante situaciones extremas, se dispone de activos de calidad para ser enajenados sin perder el control de las filiales operativas (si se castiga en 44,3% el precio de las acciones, similar a la caída de la acción⁸ en la reciente crisis económica mundial, el valor de

⁸ Caída entre el máximo valor de la acción de Habitat al cierre de un mes en 2007 (octubre de 2007, \$ 350) y el precio mínimo de 2009 (enero 2009, \$185).

estas "acciones excedentarias" representaría el 114% de la deuda financiera, y un 60% de ésta si se utiliza el precio mínimo de estos títulos en plena crisis.

Fortalezas de Habitat: Esta AFP es la segunda del mercado en términos de cotizantes, con un 25% del total, lo que sumado a la tradición de su marca le otorga una importante fortaleza competitiva. Por otra parte, el crecimiento de los ingresos promedios y la mayor formalización del empleo se traduce en un simultáneo crecimiento en los ingresos del sistema, a lo que se añaden las perspectivas de desarrollo del ahorro previsional voluntario (APV), todo lo cual permite prever un crecimiento, o al menos estabilidad, en su volumen de negocios, todo lo cual se ve reflejado en un importante volumen de dividendos pagados a **ILC** año a año.

Fortalezas de las filiales del sector salud: Red Salud posee un conjunto de centros médicos, laboratorios y clínicas distribuidos a lo largo del país que constituye la mayor red privada de servicios del rubro, entregando así una oferta completa de prestaciones de salud. Por otra parte, el crecimiento del ingreso per cápita de Chile, sumado al progresivo envejecimiento de la población del país, configuran un escenario en que el gasto en salud por persona debiera ir aumentando en el tiempo, tanto por la búsqueda de mejor calidad en las prestaciones como por el aumento en el número de éstas.

Factores de Riesgo

Dependencia de dividendos: Por ser una matriz sin negocios propios, para el pago de sus compromisos **ILC** depende fundamentalmente de los dividendos recibidos desde sus filiales y coligadas, los que pueden verse afectados por situaciones meramente contables que afecten la utilidad de un período determinado. Por otra parte, es elevada la participación que los dividendos de Hábitat representan del total recibido por **ILC**, estando la utilidad de la AFP determinada, entre otros, por el resultado de la inversión de la reserva técnica, el que fue negativo en el año de crisis 2008. Aun así, se reconoce que el número y diversidad de filiales tornan bastante difícil la probabilidad de ocurrencia conjunta de situaciones que afecten las utilidades de las filiales, y que además la empresa cuenta con el respaldo de las inversiones financieras de reserva.

Posibilidad de cambios regulatorios: Las filiales más relevantes de **ILC** en términos de generación de utilidades y dividendos (Habitat, Red Salud, Consalud y Vida Cámara) son todas entidades sujetas a fuertes regulaciones en sus respectivos mercados. Entre los principales aspectos sujetos a materias de ley y determinaciones de sus respectivas autoridades, y que afectan directamente los ingresos obtenidos por ellas, están: comisiones cobradas por administración de fondos de pensiones a los afiliados, población obligada a cotizar, encaje para cubrir rentabilidad mínima (Habitat); monto de la cotización obligatoria de salud, competencia del sistema de salud público, regulación sobre reajustes por riesgo de los planes de salud (Red Salud y Consalud); cambios en forma de administración y adjudicación de licitación del seguro de invalidez y sobrevivencia (Vida Cámara). Sin embargo, incluso tomando en cuenta la diversidad de elementos modificables mediante regulación, todas estas filiales cumplen funciones de seguridad social básicas y para las cuales se ha alcanzado un consenso político-técnico bastante elevado, por lo que se prevé que ninguna variación debiera ser de magnitud tal de impactar de forma importante el conjunto de dividendos recibidos por la sociedad.

Características del controlador: El controlador de **ILC** es la Cámara Chilena de la Construcción, entidad gremial sin fines de lucro a la que, en caso de necesidad de recursos de alguna de las filiales del emisor, le resultaría difícil reunir el capital necesario para un aporte de capital, considerando que sus socios aportan cuotas que están diseñadas para financiar la actividad gremial y social de la entidad, pero no eventuales aportes a las subsidiarias, en particular por la magnitud que podría alcanzar una operación así. Con todo, se reconoce que este elemento está fuertemente atenuado a través de la constitución de las reservas financieras de **ILC**, las que cumplen la función de resguardo patrimonial, y han sido mantenidas y aumentadas con ese objetivo a través del tiempo, así como la posibilidad de acceder al mercado de valores.

Antecedentes Generales

Historia

Inversiones La Construcción fue creada en 1980 por la CChC como una sociedad de inversiones. El primer negocio de **ILC** parte en 1981, cuando se da inicio al sistema de administradoras de fondos previsionales en Chile. Una de las primeras AFP creadas fue Habitat, por parte de la CChC, continuando a la fecha con el mismo nombre y controlador.

En 1983 la CChC crea la isapre Consalud, que además en esa fecha poseía una serie de centros médicos de prestaciones de salud. En 1998 la isapre fue transformada en sociedad anónima.

En 1985 la empresa creó la Compañía de Seguros de Vida La Construcción (CSVLC), cuyo objetivo fue proveer del seguro de invalidez y sobrevivencia (SIS) a Habitat.

En 1996 se inicia la asociación entre **Inversiones La Construcción** y Citigroup Chile S.A., con el objeto de compartir el control de AFP Habitat, a través de la creación de la sociedad Inversiones Previsionales S.A.

En 1997 Inversiones La Construcción comienza a su incursión en el sector educacional, creando la filial Desarrollos Educacionales. En este año Royal & Sun Alliance (RSA) adquirió el 40% de la propiedad de Compañía de Seguros de Vida La Construcción, pasando en 1999 a controlarla con un 51%. En 2003 **ILC** compró dicha participación a RSA, para en 2004 vender el 100% de la filial a Bicecorp.

En 2000 se constituye Megasalud S.A. a partir de los centros de atención médica que formaban parte del conglomerado de Consalud, para de esta manera entregar de manera independiente las prestaciones de salud del grupo.

En 2001 se constituye iConstruye, con el objetivo de facilitar la interacción entre compradores y vendedores en el mercado de la Construcción, a través de una plataforma electrónica.

En 2005 se produce el traspaso de propiedad de Consalud desde la CChC a **ILC**.

En 2008 se crea la filial Red Salud, con la finalidad de concentrar en una sola entidad las distintas empresas prestadoras de servicios médicos del grupo, incluyendo Megasalud y las distintas clínicas que a la fecha la CChC tenía.

El 23 de abril de 2009 **ILC** adquiere a RBS Holding de Negocios S.A. las acciones de RBS (Chile) Seguros de Vida S.A., la que posteriormente cambió su razón social a Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A. A la

fecha esta empresa desarrolla su actividad en el rubro de prestación del SIS, en el que **ILC** anteriormente tenía experiencia a través de CSVLC.

En 2010 **ILC** pasa a ser el exclusivo controlador de AFP Habitat, mediante la adquisición a Citigroup de la participación de éste en la filial.

Propiedad y administración

Accionistas

La estructura de propiedad de **ILC** es la siguiente:

Sociedad	% de la propiedad
Cámara Chilena de la Construcción A.G.	84,9%
Mutual de Seguridad CChC	7,2%
Caja de Compensación Los Andes	3,4%
Servicio Médico de la CChC	1,8%
Corporación de Desarrollo Tecnológico	1,0%
Corporación de Capacitación de la Construcción	0,8%
Corporación Deportiva de La Construcción	0,1%
Ignacio Hurtado Echeñique S.A.	0,1%
Pedro Barros Orrego	0,1%
Raúl Varela Rodríguez	0,1%
Inversiones Centinela Limitada	0,1%
Aymara Olivares Bruce	0,1%
Otros	0,4%
Total	100%

La Cámara Chilena de la Construcción es la asociación gremial que agrupa a los empresarios y entidades del área de la construcción de Chile, siendo fundada en 1951 con el objeto de representar los intereses del sector frente al Gobierno y al resto de la sociedad y conjuntamente promover el desarrollo de la construcción. Es una entidad privada y sin fines de lucro.

La CChC es dueña también de una filial denominada Administración de Inversiones La Construcción, cuya finalidad es administrar el *endowment* o conjunto de inversiones financieras que representan parte del patrimonio del gremio y cuyo objetivo es financiar necesidades de la misma CChC.

CChC además controla un conjunto de empresas sin fines de lucro, reunidas bajo el denominado "Consejo del Área Social", organismo de la CChC encargado de velar y desarrollar los proyectos ligados a este sector. Entre las principales instituciones que lo conforman se encuentran la Caja de Compensación Los Andes; el Servicio Médico de la CChC; la Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social; la

Corporación de Capacitación de la Construcción; la Corporación de Desarrollo tecnológico; y la Corporación de Primera Infancia de la CChC.

La CChC ha definido una serie de parámetros en función de los cuales fija su política de gasto, con el objeto de tener reglas prefijadas y claras, revisadas por su directorio y aprobadas por el Consejo Nacional de la entidad. Así, el gasto anual del gremio es una función de su patrimonio, de las cuotas aportadas por sus socios, de los dividendos recibidos desde **ILC** y de los rendimientos del *endowment*.

Directorio y ejecutivos

La administración superior de **ILC** es la que se identifica en la siguiente tabla:

Cargo	Nombre
Presidente	Gastón Escala A.
Vicepresidente (<i>past-president</i>)	Lorenzo Constans G.
Director	Pablo Bezanilla S.
Director	Alberto Etchegaray A.
Director	Edgar Bogolasky S.
Director	Francisco Vial B.
Director	Sergio Torretti C.
Director	José Miguel García E.
Director	Ítalo Ozzano C.
Gerente General	Pablo González Figari

Filiales y Coligadas

La siguiente es la participación de **ILC** en sus filiales:

Empresa	Participación Inversiones
	La Construcción
Hábitat	67,5%
Red Salud	89,8%
Consalud	99,9%
Vida Cámara	99,9%
Desarrollos Educacionales	99,9%
iConstruye	32,9%
Megalab	90,0%
Invesco Internacional	61,56%

Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A. (Habitat)

AFP Habitat: Estado de Resultados PCGA					
M\$ Dic. 2010	2005	2006	2007	2008	2009
Total ingresos operacionales	120.752.570	143.728.502	148.562.840	130.034.386	165.190.163
Ingresos por comisiones	110.502.466	120.867.266	128.818.423	149.610.729	133.820.847
Utilidad (pérdida) del encaje	9.352.642	20.736.967	17.040.510	-21.863.103	27.756.245
Otros ingresos operacionales	897.462	2.124.268	2.703.906	2.286.760	3.613.071
Total gastos operacionales	-80.552.072	-96.520.133	-92.116.889	-111.662.740	-74.664.421
Utilidad (pérdida) operacional	40.200.498	47.208.369	56.445.951	18.371.645	90.525.742
Utilidad (pérdida) no operacional	-3.012.217	-1.418.230	-7.650.283	-9.739.486	5.451.751
Utilidad (pérdida) del ejercicio	30.925.169	38.741.182	41.722.500	4.735.439	83.033.186

AFP Habitat: Balance PCGA					
M\$ Dic. 2010	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	31-12-2009
Activos circulantes	20.422.840	15.655.993	21.065.665	29.997.749	62.317.646
Encaje	108.026.329	128.491.339	142.178.041	113.047.023	149.249.255
Activos fijos	16.120.059	16.326.506	16.123.426	15.379.923	15.260.879
Otros activos	2.045.183	3.287.062	3.993.096	5.120.108	5.889.849
Total activos	146.614.411	163.760.900	183.360.228	163.544.803	232.717.629
Pasivos circulantes	18.444.977	22.881.410	25.588.799	22.763.272	56.833.507
Pasivos largo plazo	4.834.674	7.233.579	7.882.591	5.403.491	7.311.365
Patrimonio	123.334.760	133.645.912	149.888.838	135.378.041	168.572.756
Total pasivos	146.614.411	163.760.900	183.360.228	163.544.803	232.717.629

AFP Habitat: Estado de Resultados IFRS		
M\$ Dic. 2010	2009	2010
Ingresos ordinarios	131.364.126	99.734.856
Rentabilidad del encaje	26.438.027	19.504.110
Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia	-30.150.472	8.861.771
Gastos de personal, depreciación y otros	-41.074.184	-39.896.864
Resultado operacional	86.577.497	88.203.873
Ganancia	73.884.533	75.478.083
Ganancia neta de encaje	47.446.506	55.973.973

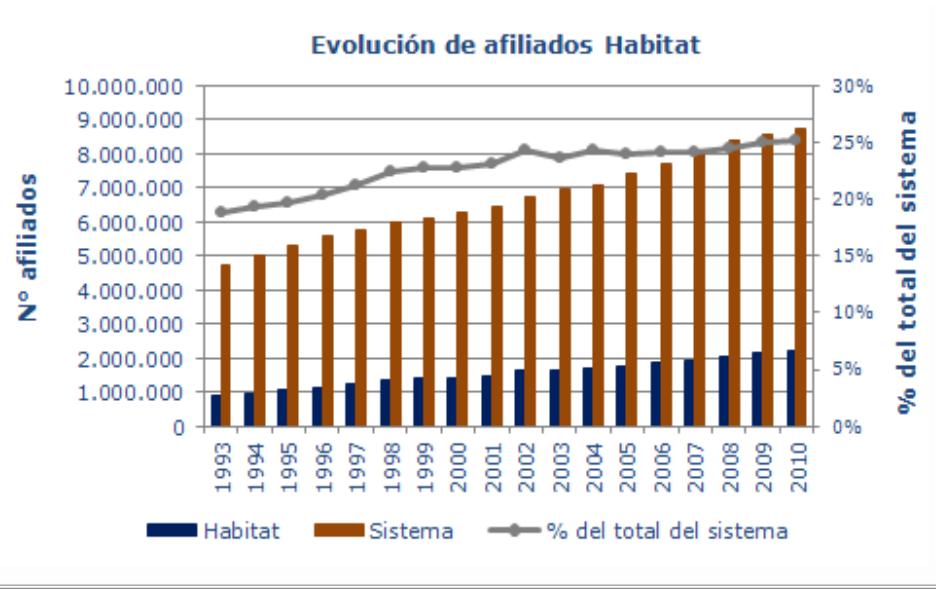
AFP Habitat: Balance IFRS		
M\$ Dic. 2010	31-12-2009	31-12-2010
Activos corrientes	58.044.505	45.776.403
Activos no corrientes	162.535.617	193.523.017
Encaje	142.161.011	171.549.374
Total activos	220.580.122	239.299.420
Pasivos corrientes	53.954.195	30.275.305
Pasivos no corrientes	13.068.938	17.280.553
Total pasivos	67.023.133	47.555.858
Total patrimonio	153.556.988	191.743.562
Total pasivos y patrimonio	220.580.122	239.299.420

AFP Habitat fue creada por la CChC en 1980, luego de la dictación del decreto ley 3.500 que estableció el nuevo sistema de pensiones mediante cuentas de capitalización individual, en reemplazo del antiguo sistema de reparto, comenzando el proceso de recaudación en 1981.

La ley establece que cada cotizante debe aportar el 10% de su renta imponible a un fondo de ahorro voluntario, pagando a la AFP una comisión mensual por la administración de dichos recursos. Existen

cinco fondos de ahorro, cada uno con distintas ponderaciones de renta variable y fija, entre los cuales los cotizantes pueden elegir dónde invertir sus aportes, con límites de riesgo según la edad del aportante.

Al 31 de enero de 2011 Habitat tenía un total de 2.193.712 afiliados, lo que representaba el 25% del total del sistema. En términos de cotizantes, la AFP tenía 1.241.722 a enero de 2011, lo que representa un 25,6% del total, mientras que al 28 de febrero de 2011 los activos previsionales de sus afiliados administrados por la AFP llegaban a cerca de US\$ 35 mil millones, un 25,1% del total que mantienen todas las AFP.



El mercado de las AFP está constituido en la actualidad por seis administradoras, habiendo alcanzado a mediados de la década de 1990 un número cercano a las veinte. Los activos que administran llegan a casi US\$ 140 mil millones.

El negocio principal de las AFP está constituido por la recaudación de las comisiones asociadas a las cotizaciones obligatorias, tarifas que son libremente fijadas por cada administradora. Con la reforma previsional de 2006 se estableció que los nuevos cotizantes que entraran al sistema deberán hacerlo

obligatoriamente por dos años en la AFP que ofreciera la menor tarifa en una licitación efectuada por la Superintendencia de Pensiones (SP), siendo AFP Modelo la adjudicada. Habitat cobra la menor comisión a sus afiliados dentro del resto de las cinco AFP.

Además de las comisiones asociadas al ahorro obligatorio, los otros ingresos percibidos por las AFP corresponden a las comisiones de administración provenientes del ahorro voluntario. En éste se incluyen las comisiones por administración del ahorro previsional voluntario (APV) individual, las cuentas de ahorro previsional colectivo convenidas entre empresas y trabajadores, y el ahorro voluntario que se realiza en las AFP ("Cuenta 2").

El sistema de AFP se ha caracterizado por presentar un constante crecimiento en el número de afiliados, asociado al crecimiento de la población y a la incorporación de más personas en la fuerza de trabajo. Habitat no sólo ha ido creciendo de acuerdo a esta tendencia, sino que también ha aumentado su participación en el total de afiliados. Por otra parte, con la obligatoriedad de cotización para los independientes a partir de 2015, el sistema completo experimentará un crecimiento más allá del anteriormente mencionado.

Por la estabilidad del sistema en términos de cotizantes, puede afirmarse que el negocio de las AFP es de relativamente bajo riesgo. Sin embargo, está presente el riesgo asociado a los resultados de inversión del encaje. Éste corresponde a una reserva que las AFP deben constituir por el 1% de los activos administrados, cuyo objetivo es cubrir la rentabilidad mínima (fijada para cada fondo sobre el promedio de rentabilidad de ese tipo de fondo entre todas las AFP en los últimos 36 meses, menos un ajuste), y debe ser invertido en cuotas del fondos, con el objeto de alinear los incentivos de la AFP y las de sus afiliados. En 2008, producto de la caída del valor de los activos a consecuencia de la crisis económica mundial, el resultado de inversión del encaje de Habitat fue negativo por \$ 22 mil millones, compensando en parte la utilidad operacional de \$ 30 mil millones, lo que redujo la utilidad total del período de Habitat.

Otro riesgo existente proviene de los posibles cambios de la normativa que afecta a las AFP. Por ser un sector esencialmente regulado, siempre existe la posibilidad de modificaciones que afecten el nivel de ingresos de la industria y sus partícipes, como el que ocurrió con la licitación de los nuevos cotizantes. Con todo, se reconoce que el sistema de AFP ha sido validado por gobiernos de distinta sensibilidad política, alcanzándose un consenso en torno a su estructura fundamental.

Habitat constituye la filial más importante para **ILC** en términos de recepción de dividendos, por cuanto, por ejemplo, en los últimos cinco años, ha aportado un 41% del total de dividendos percibidos por el emisor, aunque dicha proporción está subestimada por la disminución de ganancias en 2008 producto de la crisis y porque actualmente **ILC** posee una mayor proporción de la propiedad de Habitat. Adicionalmente, por la naturaleza del negocio, es una empresa que no necesita endeudamiento financiero, cuyas inversiones son bajas, y que por la escala alcanzada (con el número de cotizantes y concentración de la industria), sus utilidades presentarán una estabilidad bastante alta.

Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)

Red Salud : Estado de Resultados Consolidado PCGA			Red Salud : Balance General Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	2009	2010	M\$ Dic. 2010	31-12-2009	31-12-2010
Ingresos	101.333.842	107.278.000	Activo circulante	39.253.940	43.203.573
Costos de explotación	-74.164.281	-78.402.895	Activo fijo	106.085.844	145.236.147
Gastos de administración y ventas	-18.370.829	-21.023.211	Otros activos	3.941.247	14.997.942
Resultado operacional	8.798.732	7.851.894	Total activos	149.281.031	203.437.662
Resultado no operacional	465.867	-136.378	Pasivo circulante	19.415.776	39.276.455
Gastos financieros	-1.410.357	-1.360.320	Pasivo largo plazo	29.207.036	58.771.141
Utilidad	7.541.464	6.210.998	Interés minoritario	2.129.860	2.091.206
EBITDA	12.948.345	11.799.314	Patrimonio	98.528.359	103.298.860
			Total pasivos y patrimonio	149.281.031	203.437.662
			Deuda financiera	28.800.714	58.026.994

Red Salud fue creada en abril de 2008, con el objetivo de reunir en una sola filial a las clínicas y centros de salud de propiedad de la CChC, anteriormente separadas en distintas sociedades anónimas. La propiedad de Red Salud es en un 89,81% de **ILC** y en un 10,18% del Servicio Médico de la CChC. Las filiales, negocios conjuntos y coligadas de Red Salud son las siguientes:

Nombre	Participación Red Salud
Megasalud S.A. y filiales	99,99%
Clínica Bicentenario S.A.	99,99%
Clínica Avansalud S.A. y Filial	99,99%
Servicios Médicos Tabancura S.A. y Filial [Clínica Tabancura]	99,99%
Inmobiliaria Clínica S.A.	99,94%
Clínica Iquique S.A	52,15%
Atesa S.A.	50,0%
Laboratorio de Neurofisiología Digital y Estudio del Sueño S.A.	50,0%
Inversiones Farmacéuticas AIR S.A.	40,91%
Administradora Clínicas Regionales Dos S.A.	40,0%
Administradora Clínicas Regionales S.A.	32,24%
Clínica Magallanes S.A.	29,52%
Clínica Elqui S.A.	15,41%
Megalab S.A.	10,0%

Megasalud es una red de prestadores médicos (35 especialidades) y dentales ambulatorias (20 especialidades) que cubre todo Chile a través de 33 centros médicos (13 en la Región Metropolitana) y un laboratorio clínico, con 2.300 profesionales del rubro y cerca de seis millones de prestaciones al año, constituyéndose con ello en la principal red privada de su tipo en el país.

Cílica Bicentenario, inaugurada en marzo de 2011, es una clínica de alta complejidad, con más de 200 camas, centro médico y de diagnóstico y atención de urgencia, ubicada en Estación Central, Santiago, orientada a los segmentos medios del sector centro-occidental de la capital. Clínica Avansalud, ubicada en Providencia, Santiago, es un centro de cirugías de mediana complejidad y diagnóstico avanzado, con 32 camas y un público objetivo de clase media, siendo el principal centro de derivación de la isapre Consalud y el mayor prestador privado del sistema de Garantías Explícitas en Salud (GES). Por su parte, la Clínica Tabancura (Vitacura, Santiago) es de alta complejidad, con presencia en todas las especialidades médicas, habiendo sido recientemente ampliada en tamaño, con lo que atiende público del sector privado y también del GES, tanto en su área clínica como en el centro de diagnóstico. Clínica Iquique es un recinto de mediana a alta complejidad de la Región de Tarapacá, con cerca de un tercio de las atenciones hospitalarias de la región.

Atesa S.A., mediante sus marcas I-Med y Autentia, ofrece los servicios de pago remoto de prestaciones médicas, a través de módulos con lectores infrarrojos de huellas digitales.

Administradora Clínicas Regionales S.A. es la controladora de un conjunto de clínicas en las regiones de Chile: Clínica La Portada (Antofagasta, 64,01% de la propiedad), Clínica Elqui (La Serena, 63,01%), Clínica Valparaíso (99,88%), Clínica Curicó (91,8%), Clínica Lircay (Talca, 84,16%), Hospital Clínico del Sur (Concepción, 78,42%) y Clínica Puerto Montt (87,71%). Por su parte, Administradora Clínicas Regionales Dos S.A. es controladora Clínica Atacama (Copiapó, 51%), Clínica Rancagua (51%) y Hospital Clínico Universidad Mayor (Temuco, 62,17%), teniendo además participación en el Centro Médico Diagnóstico Atacama (Copiapó, 49%).

Inmobiliaria Clínica S.A. es la filial encargada de la compra de terrenos destinados a futuros proyectos del grupo.

En conjunto, las clínicas del grupo poseen un 21% de la oferta de camas de Santiago, además de una fuerte presencia en las principales ciudades del país, lo que sumado a la cobertura de Megasalud a través de Chile transforman al grupo en el de mayor oferta de servicios privados de salud del país, además de la prestación de servicios a pacientes del sector público. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala, la diversificación geográfica de sus ingresos y una sólida posición competitiva dentro de su mercado. Además se reconoce las sinergias que se generan al ser prestador preferente para isapre Consalud, que también conforma el grupo **ILC**.

Entre las oportunidades existentes para el mercado de prestadores de salud se ubica el progresivo incremento del gasto per cápita en atenciones médicas, lo que es consecuencia del aumento en el ingreso promedio y del envejecimiento de la población. Complementariamente, en la medida que los grupos socioeconómicos de menores ingresos alcancen una expansión en sus rentas, tendrán una mayor probabilidad de incorporarse al sistema de seguros privados de salud (isapres) y por lo tanto de hacer uso de las redes privadas. Por otra parte, para el GES se ha establecido la política de que si una persona afiliada a

Fonasa no logra ser atendida por ese sistema dentro de un plazo determinado, debe ser derivada a un recinto privado, lo que eleva las perspectivas de crecimiento de los privados.

Como riesgos de Red Salud se ha considerado la reciente inversión en clínicas, puesto que, dependiendo de la complejidad de cada una, los recursos invertidos pueden ser bastante elevados (entre US\$ 20 millones y US\$ 100 millones en cada una), sin que necesariamente dicha inversión se traduzca inmediatamente en un retorno adecuado, en particular si la demanda resulta menor a la prevista, ya sea por la localización del recinto o por la competencia de otros prestadores privados o del sistema público, aunque se reconoce la experiencia del grupo en inversiones realizadas en clínicas en el pasado.

También se han considerado como riesgos para Red Salud la concentración de los deudores, los que corresponden a las seis isapres del sistema más Fonasa, y la concentración de ingresos, puesto que en 2010 Megasalud generó en torno a un 60% de éstos, Tabancura un 22%, y Avansalud un 12% (en el caso del EBITDA, excluyendo a Clínica Bicentenario por no operar aun al cierre de 2010, la distribución fue de 52%, 28% y 15%), lo que expone a la matriz a la pérdida de flujos en caso de siniestros, pese a que se reconoce la existencia de seguros.

Otro de los riesgos enfrentado por Red Salud es el cambio tecnológico de los equipos médicos utilizados por laboratorios y clínicas, lo que obliga a una constante actualización, en particular si el público usuario busca atenderse en los lugares con los últimos adelantos disponibles. Por otra parte, el personal médico (doctores, enfermeras, técnicos, entre otros) tiende a ser escaso, lo que puede dificultar la expansión de las empresas del rubro.

Isapre Consalud S.A. (Consalud)

Consalud S.A.: Estado de Resultados Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	2009	2010
Ingresos totales	211.463.892	219.173.755
Costo de ventas	-180.632.507	-182.787.215
Margen Bruto	-26.620.893	-29.512.181
Gastos de administración	4.210.493	6.874.359
Resultado operacional	2.058.527	1.059.267
Costos financieros	5.668.109	8.513.244
Utilidad del Ejercicio	5.164.559	6.531.378
EBITDA	5.668.109	8.513.244

El sistema de isapres (institución de salud previsional) nace en 1980, con la dictación del Decreto Ley N° 3.500, como forma de entregar a los trabajadores dependientes la posibilidad de elegir el sistema de salud a través del cual desean atenderse, pudiendo optar entre el público, administrado por el Fondo Nacional de Salud (Fonasa) y el privado, representado por las isapres, las que pueden ser abiertas (para todo público) o cerradas (por ejemplo, para los trabajadores de una empresa). El sistema privado opera

como un mecanismo bajo el cual el cotizante debe entregar cada mes, obligatoriamente, el 7% de su renta imponible a la isapre de su elección (con un tope máximo) o un porcentaje mayor si así lo quiere voluntariamente; como contraprestación recibe un seguro de salud para él y sus dependientes legales.

Consalud S.A.: Balance General Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	31-12-2009	31-12-2010
Activo circulante	19.098.771	21.829.080
Activo fijo	15.979.367	17.452.743
Otros activos	8.562.779	13.156.726
Total activos	43.640.917	52.438.549
Pasivo circulante	23.244.604	29.651.014
Pasivo largo plazo	6.150.178	4.822.233
Interés minoritario	0	0
Patrimonio	14.246.135	17.965.302
Total pasivos y patrimonio	43.640.917	52.438.549
Deuda financiera	2.331.595	2.063.985

Isapre Consalud fue creada en 1984 por la CChC, incluyendo originalmente los centros de atención médica del grupo. Posteriormente estas dos áreas fueron separadas, formándose Megasalud para el segundo tipo de servicios, y traspasándose en 2005 la isapre a **ILC** mediante un aporte de capital, mientras que Megasalud fue integrada a Red Salud. A diciembre de 2010 Consalud poseía una cartera de asegurados que llega a los 304.601 cotizantes y 605.937 beneficiarios, lo que representa un 21,7% y 22,3% del total del sistema de isapres, respectivamente. Con estas cifras se ubica como segunda del

mercado en términos de afiliados y primera en número de beneficiarios.

Entre los riesgos que enfrenta Consalud se puede mencionar los eventuales cambios regulatorios que pudieran afectar al mercado de isapres. En los últimos veinte años se han realizado una serie de modificaciones al sistema, entre los cuales destaca la obligación de cubrir las enfermedades del denominado plan AUGE, que establece las coberturas mínimas GES, además de la fijación de topes máximos porcentuales de reajustes al costo de los planes. En la actualidad está en discusión por parte del Gobierno y el Parlamento la posibilidad de cambiar el modo de reajuste por factores de riesgo al precio cobrado a los cotizantes, de manera de suavizar las variaciones que se efectúan a los afiliados más riesgosos.

Un riesgo adicional de la isapre se origina en los continuos incrementos en los costos de las prestaciones de salud utilizadas por los cotizantes (tanto por su mayor calidad como por un número más elevado), los que presionan al alza los costos, que no siempre son traspasables a precios, si se tiene en cuenta las restricciones legales. El incremento en el consumo de bienes de salud se origina tanto en el aumento del ingreso per cápita (que lleva a utilizar más y mejores prestaciones) como en el progresivo envejecimiento de la población. El sistema también se enfrenta a la competencia por parte del sistema público de salud, en particular sobre los afiliados de ingresos medio-bajos, quienes, ante mejoras de calidad de Fonasa, son más probables de cambiarse de sistema.

Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A. (Vida Cámara)

Vida Cámara : Estado de Resultados Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	2009	2010
Prima retenida neta	57.656.623	132.572.170
Prima directa	57.656.623	132.572.170
Ajuste otras reservas	-2.337.598	-4.901.734
Costo de siniestros	-46.208.578	-91.669.373
Reaseguro no proporcional	-26.395	-58.337
Gastos médicos	-133.985	-904.632
Costo de administración	-612.684	-3.015.846
Resultado operacional	8.337.382	32.022.248
Resultado de inversiones	265.498	2.750.303
Resultado del ejercicio	7.278.237	28.451.416

Vida Cámara : Balance General Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	31-12-2009	31-12-2010
Inversiones	36.574.082	96.164.960
Deudores por primas	20.334.295	24.753.420
Deudores por reaseguro	60.022	33.950
Otros activos	19.865	340.966
Activos	56.988.265	121.293.296
Reservas técnicas	42.839.098	81.419.720
Reservas previsionales	40.123.583	73.870.944
Primas por pagar	81.638	190.318
Obligaciones con instrumentos del sistema financiero	0	257.718
Otros pasivos	1.038.172	5.143.477
Total pasivo exigible	43.958.908	87.011.233
Patrimonio	13.029.357	34.282.063
Pasivos y Patrimonio	56.988.265	121.293.296

para mujeres, adjudicándose a quienes ofrezcan las menores comisiones, para así entregar el servicio al mínimo costo. Con anterioridad, cada AFP debía contratar el seguro por su propia cuenta.

En 2009 Vida Cámara se adjudicó el 28% del SIS para el lapso 2009-2010, mientras que en mayo de 2010 logró ganar un 36% del SIS para el período 2010-2012. Esta situación le ha permitido aumentar su nivel de actividad (a la fecha no ofrece ningún otro tipo de seguros), sus utilidades, y los dividendos pagados a **ILC**: si en 2009 Vida Cámara no repartió dividendos a su matriz, en 2010 le aportó \$2.623 millones, con cargo a la utilidad de 2009, además de repartirse \$4.505 millones con cargo a la utilidad de 2010, para totalizar los

Vida Cámara fue adquirida en 2009 a The Royal Bank of Scotland por **ILC**, funcionando anteriormente bajo el nombre de RBS (Chile) Seguros de Vida. Cabe destacar que en 1985 la CChC había creado la Compañía de Seguros La Construcción S.A., que entregaba el seguro de invalidez y sobrevivencia a AFP Habitat, siendo vendida parte de la propiedad en 1999 a Royal & Sun Alliance. Finalmente, en 2004, es vendida en un 100% a BiceVida Seguros.

Cabe destacar que la compra de Vida Cámara surge en el contexto de la licitación obligatoria del SIS, que se estableció por la ley que rige desde 2008. El SIS cubre para la AFP el riesgo de pago de pensión para aquellos cotizantes que se ven enfrentados a discapacidad parcial o total y para los parientes cercanos del afiliado que fallece, por cuanto el afectado dejará de cotizar y la AFP debe entregar el beneficio de todas formas, siendo la prima cobrada directamente por cada AFP al empleador del cotizante, diferenciándose según el sexo del cotizante. La licitación del seguro se realiza de manera conjunta por las AFP, por bloques, constando la última realizada de ocho bloques para hombres y cuatro

\$7.128 millones repartidos durante el año 2010 representaron un 15% de los dividendos recibidos en 2010 por **ILC**. A esto hay que sumar lo repartido en 2011 con cargo a la utilidad de 2010, pago que entre enero y abril llegó a \$ 23.960 millones.

Entre los riesgos que enfrenta este negocio, bajo la configuración que actualmente⁹ tiene la empresa, está naturalmente el de no adjudicarse nuevos procesos de licitación del SIS que se desarrollen a futuro, lo que podría dejarla sin actividad. También está la posibilidad de cambios en las tendencias de morbilidad y mortalidad en la población que afecten el costo de operación. Adicionalmente, por participar en dos mercados regulados como son el de seguros y el previsional, podría verse enfrentada a cambios normativos que afecten su operación, como nuevas formas de licitación del SIS, o requerimientos mayores de patrimonio, aunque en este último caso, con los resultados obtenidos en los últimos años, la compañía ha fortalecido su patrimonio.

Desarrollos Educacionales S.A.

Desarrollos Educacionales: Estado de Resultados Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	2009	2010
Ingresos	10.765.685	11.124.648
Costos de explotación	-3.997.177	-3.508.485
Gastos de administración y ventas	-4.096.437	-5.191.002
Resultado operacional	2.672.072	2.425.161
Resultado no operacional	-2.038.817	-1.985.858
Gastos financieros	-2.089.027	-1.985.858
Utilidad	293.956	636.680
EBITDA	2.732.160	3.826.102

Desarrollos Educacionales fue fundada en 1999 y es la filial de **ILC** dedicada a la creación y administración de proyectos de educación, lo cual realiza a través de colegios subvencionados y particulares pagados situados a lo largo de todo Chile. En la actualidad posee seis colegios privados bajo el alero del nombre "Pumahue", ubicados en Chicureo, Peñalolén y Huechuraba (Región Metropolitana), y Curauma Región de Valparaíso), Temuco

(Araucanía) y Puerto Montt (Los Lagos), más otros tres colegios denominados "Manquecura" en la Región Metropolitana (específicamente en Valle Lo Campino, Ciudad del Este y Ciudad de Los Valles). A partir de 2011 se incorporó un colegio particular subvencionado en Machalí ("Nahuelcura"). La empresa cuenta con más de 7.000 alumnos y sobre los 55 mil m² de superficie.

Esta filial constituye uno de los pocos casos de una red de colegios privada existente en Chile. Una de las ventajas de este modelo es que se centralizan todos los aspectos administrativos que no tienen que ver con el área académica, lo que permite mejorar la escala de operación y disminuir así los costos, por ejemplo a través de la contratación de créditos conjuntos como matriz. Por otra parte, la tendencia de los últimos años en Chile ha sido el traspaso de alumnos desde el sector municipal al particular subvencionado, sector en el que puede incursionar la empresa a través de la apertura de colegios como el inaugurado en 2011.

⁹ No es descartable que a futuro Vida Cámara amplíe el tipo de seguros ofrecidos.

Desarrollos Educacionales: Balance General Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	31-12-2009	31-12-2010
Activo circulante	7.840.215	8.040.648
Activo fijo	30.188.425	35.246.447
Otros activos	1.250.562	584.434
Total activos	39.279.202	43.871.529
Pasivo circulante	7.028.210	7.386.325
Pasivo largo plazo	19.768.581	23.449.733
Interés minoritario	0	0
Patrimonio	12.481.364	13.035.117
Total pasivos y patrimonio	39.279.202	43.871.529
Deuda financiera	20.626.867	24.278.531

Los riesgos de este negocio están asociados al elevado nivel de inversión necesario para la apertura de nuevos colegios, debiendo por tanto recurrir al endeudamiento financiero para su financiamiento. A diciembre de 2010, la empresa alcanzaba una relación de deuda financiera sobre EBITDA de 6,4 veces, lo que constituye un nivel relativamente alto. Sin embargo, cabe destacar que para ingresos en torno a los \$ 11.100 millones en 2010, la empresa obtuvo un EBITDA cercano a los \$ 3.800 millones, con una tasa de 34% sobre ingresos. Debe

señalarse también el bajo nivel de utilidades de la empresa, las que en 2010 alcanzaron a \$ 637 millones, lo que limita el reparto de dividendos hacia **ILC**. Debe considerarse, no obstante, que la deuda de esta filial está estructurada de manera acorde a su generación de flujos, teniendo un perfil conservador que le permite asumir sin problemas el pago de tales compromisos financieros.

iConstruye S.A. (iConstruye)

iConstruye S.A. : Estado de Resultados PCGA		
M\$ Dic 2010	2009	2010
Ingresos	3.110.651	2.453.706
Costos de explotación	-1.809.862	-1.578.012
Gastos de administración y ventas	-915.364	-743.371
Resultado operacional	385.425	132.323
Resultado no operacional	134.714	-11.937
Gastos financieros	-8.298	-10.115
Utilidad	437.194	117.694
EBITDA	476.677	251.508

iConstruye S.A. : Balance General PCGA		
M\$ Dic 2010	31-12-2009	31-12-2010
Activo circulante	3.395.957	2.841.939
Activo fijo	65.404	61.009
Otros activos	195.106	269.719
Total activos	3.656.468	3.172.667
Pasivo circulante	487.105	336.680
Pasivo largo plazo	56.717	27.031
Interés minoritario	0	0
Patrimonio	3.112.648	2.808.956
Total pasivos y patrimonio	3.656.468	3.172.667
Deuda financiera	3.395.957	2.841.939

iConstruye fue creada en 2000 por **ILC** en conjunto con Nixus Marketplace S.A alcanzando un 32,9% de su propiedad. Su objetivo es servir de punto de encuentro entre compradores y vendedores del rubro de la construcción, para lo cual opera como un portal electrónico. En éste se incluye una serie de aplicaciones tendientes a facilitar el proceso completo de satisfacción de necesidades dentro del proceso de compra-venta en la construcción. A la fecha alcanza transacciones por sobre los US\$ 2.000 millones.

Por otra parte, en relación al resto de filiales de ILC, debe mencionarse el bajo nivel de utilidades de iConstruye, el que alcanzó a \$ 117 millones en 2010.

Análisis Financiero de Inversiones La Construcción



Inversiones financieras

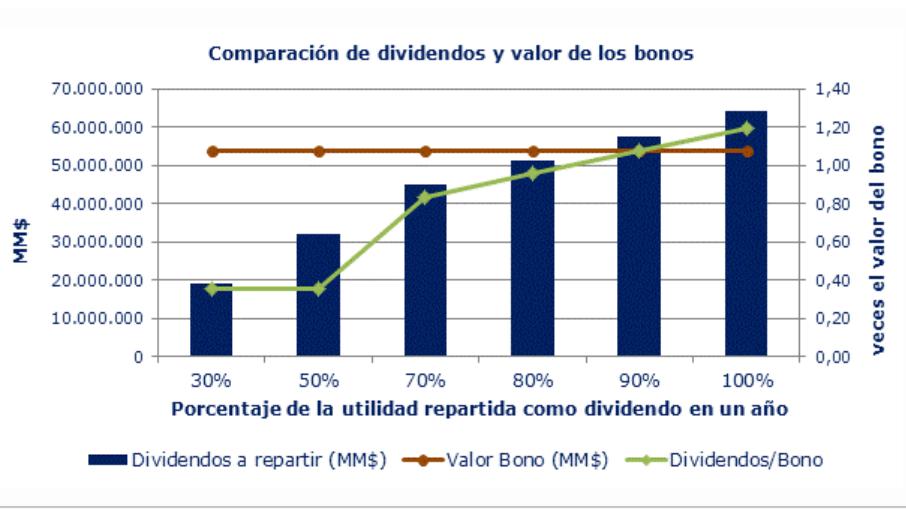
Inversiones La Construcción, como un mecanismo de eventual apoyo a sus filiales (aportes de capital, préstamos relacionados y otros) y para enfrentar futuros negocios, ha establecido como política mantener dentro de sus activos una cartera de inversión de bajo riesgo y elevada liquidez. Este conjunto de instrumentos financiero ha presentado una evolución creciente en el tiempo, con la excepción de 2008 en que se vieron impactados por la caída en el valor de los activos producto de la baja generalizada de los valores en los mercados financieros, como consecuencia de la crisis económica mundial que se inició ese año.

El grueso de las inversiones financieras se constituye con las utilidades repartidas por sus filiales, luego del pago, a su vez, de los dividendos a su matriz CChC. Los fondos son invertidos en activos nacionales y extranjeros, tanto en renta fija como variable. Al cierre de 2010, el total de inversiones llegaba a \$ 91.096 millones (US\$ 194,6 millones), de los cuales un 53,5% era renta fija local, un 15,1% renta variable chilena, un 14,1% renta fija internacional, un 15,6% renta fija internacional, y un 1,6% otro tipo de inversiones internacionales. A modo de referencia, la deuda individual de **ILC** a esa fecha llegaba a \$ 112.115 millones (US\$ 239,6 millones).

Comparación de las utilidades y los dividendos percibidos

Por ser una matriz que depende del pago de dividendos de sus filiales, resulta fundamental para el análisis de la solvencia de la empresa analizar distintos escenarios de reparto de dividendo, para lo cual se ha realizado sensibilizaciones de la política de dividendos, partiendo en un 30% (asimilable al mínimo en una sociedad anónima abierta), hasta un 100% de la utilidad conjunta de las filiales.

Para ello, se toma en cuenta el promedio de las utilidades de los últimos cinco años de cada filial (cuando existe información comparable, lo que en el caso de Red Salud, por ejemplo, sólo ocurre en 2009-2010), multiplicándolo por el porcentaje que mantiene **ILC** en la respectiva filial o coligada, comparándose a continuación los valores obtenidos con el monto a emitir en bonos (UF 2,5 millones):



Mayor detalle sobre las cifras puede encontrarse en el Anexo 3 de este informe.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

De los últimos cinco años, 2010 ha sido el único en el que **ILC**, a nivel individual, ha cerrado con deuda financiera, con \$ 112.115 millones. En términos consolidados, la solvencia de cada filial se considera adecuada y por tanto que ellas son capaces de asumir el pago, con sus propios flujos, de dichos compromisos. En efecto, ésta ha sido la política de **ILC** como matriz, es decir, dar autonomía a cada una en su administración y por lo tanto en la adquisición y pago de las deudas.

En términos consolidados, las filiales que utilizan deuda financiera son Desarrollos Educacionales, para el financiamiento de su infraestructura, lo mismo que Red Salud. Consalud también ha contraído endeudamiento financiero, aunque en menor medida si se lo compara con su propia generación de flujos. De hecho, su relación deuda financiera a EBITDA ha tenido un máximo de 0,4 veces (2009), y al cierre de 2010 llegaba a sólo 0,24 veces. Por su parte, tanto Habitat como Vida Cámara e iConstruye no poseen deuda financiera.

La liquidez de **ILC** a nivel individual siempre ha sido elevada, por cuanto las inversiones financieras de reserva se mantienen todas como activos corrientes, por lo que el nulo endeudamiento financiero se traducía en muy altos indicadores de liquidez, de diez o más veces. Esto cambió con la deuda bancaria adquirida para la toma de control de Habitat, dados los montos involucrados, esto es, más de 110 mil millones de endeudamiento financiero a plazo menor de un año.



"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"

Anexo 1: Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos en proceso de inscripción por **Inversiones La Construcción**, de acuerdo a los Contratos de Emisión de Bonos por Línea de Títulos de 25 de marzo de 2011, son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	En trámite	En trámite
Monto máximo ¹⁰	UF 2.500.000	UF 2.500.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento o pesos nominales	Unidades de fomento o pesos nominales
Plazo vencimiento	10 años	30 años
Otros	El emisor podrá renunciar a la parte no colocada de las líneas mediante escritura pública, reduciendo el total de la línea al monto colocado.	

Covenants financieros

	Líneas de bonos	Diciembre 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)

Definiciones

Activo esencial	Significará el control, directo o indirecto del emisor, por sí sólo o a través de un acuerdo de actuación conjunta para controlar en los términos del artículo 97 de la Ley de Mercado de Valores, sobre la filial relevante AFP Habitat S.A. y sobre al menos una de las otras tres filiales relevantes, debiendo, en este último caso, mantener en forma directa o indirecta, al menos el 51% de las acciones emitidas tanto por AFP Habitat S.A. como por aquella filial relevante que mantenga en su poder.
Deuda financiera neta	Corresponderá a la diferencia entre: i) la suma de las cuentas que estén contenidas en los estados financieros bajo IFRS consolidados del emisor que se denominan "otros pasivos financieros corrientes" y "otros pasivos financieros no corrientes", y ii) la cuenta de "efectivo y equivalentes al efectivo", contenidas en los estados financieros bajo IFRS consolidados del emisor.

¹⁰ En ningún momento el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas podrá exceder el monto máximo de UF 2.500.000.

Anexo 2: Estados Financieros Consolidados ILC



Inversiones La Construcción: Estado de Resultados Consolidado PCGA		
M\$ Dic. 2010	2009	2010
Ingreso de Explotación	438.443.065	621.178.982
Otros ingresos operacionales	394.933.767	592.838.792
Variación de mercado por inversiones financieras	12.835.326	4.314.699
Venta de inversiones financieras	30.673.972	24.025.491
Costos de Explotación	-349.817.318	-391.404.898
Costo de venta de inversiones financieras	-33.368.905	-22.672.545
Prestaciones de salud	-144.812.843	-143.416.608
Subsidio incapacidad laboral	-40.257.721	-39.351.103
Costo matrícula y mensualidades	-4.097.107	-4.185.574
Costo atenciones clínicas	-75.833.811	-78.402.895
Reserva y costos de siniestros	-49.924.220	-91.669.373
Amortización menor valor de la inversión	-468.007	-1.520.438
Otros costos de operación	-1.054.704	-10.186.362
Margen de explotación	88.625.747	229.774.084
Gastos de administración	-57.253.193	-96.405.891
Resultado operacional	31.372.554	133.368.193
Resultado no operacional	37.444.532	7.119.072
Egresos financieros	-2.703.062	-5.132.986
Utilidad por inversión en empresas relacionadas	35.701.542	11.611.220
Utilidad del ejercicio	63.071.681	102.259.137

Inversiones La Construcción: Balance General Consolidado PCGA		
M\$ 31 Dic. 2010	31-12-2009	31-12-2010
Total activo circulante	193.066.305	508.968.657
Total activo fijo	169.062.295	226.797.720
Total otros activos	106.519.563	81.192.646
Total activos	468.648.163	816.959.023
Total Pasivos Circulantes	94.573.170	296.624.225
Pasivo a largo plazo	57.865.058	103.988.513
Interés Minoritario	9.731.802	79.082.122
Total patrimonio	306.478.134	337.264.163
Total pasivos y patrimonio	468.648.163	816.959.023
Deuda Financiera	28.181.028	157.131.966

Anexo 3: Análisis de dividendos



La utilidad promedio considerada en la siguiente tabla es la efectiva para cada filial, en el período de años indicado para cada una. Los distintos escenarios de dividendos a repartir consideran como base la utilidad promedio mostrada y el porcentaje de dividendos repartidos indicado en cada columna¹¹.

Filial	Promedio 2006-2010 M\$ (I)	Años considerados para el cálculo del promedio	Participación Invesco (II)	Dividendos reconocidos M\$ (I*II)	Reparto 30%	50%	70%	80%	90%	100%
Habitat	48.742.078	5	67,49%	32.896.029	9.868.809	16.448.014	23.027.220	26.316.823	29.606.426	32.896.029
Red Salud	6.874.859	2	89,80%	6.173.624	1.852.087	3.086.812	4.321.537	4.938.899	5.556.261	6.173.624
Consalud	6.511.719	5	99,99%	6.511.067	1.953.320	3.255.534	4.557.747	5.208.854	5.859.961	6.511.067
Vida Camára	17.864.826	2	99,99%	17.863.040	5.358.912	8.931.520	12.504.128	14.290.432	16.076.736	17.863.040
Des. Educacionales	458.066	3	99,99%	458.020	137.406	229.010	320.614	366.416	412.218	458.020
iConstruye	520.339	5	32,96%	171.504	51.451	85.752	120.053	137.203	154.353	171.504
Total	80.971.887			64.073.283	19.221.985	32.036.642	44.851.298	51.258.626	57.665.955	64.073.283
Dividendos/Bono (veces)				1,19	0,36	0,60	0,84	0,96	1,08	1,19

¹¹ La utilidad de Habitat incluye el resultado del encaje.