



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**



A n a l i s t a s

Carlos García B.  
Eduardo Valdés S.  
Tel. (56-2) 2433 5200  
[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)  
[eduardo.valdes@humphreys.cl](mailto:eduardo.valdes@humphreys.cl)

## Inversiones La Construcción S.A.

Marzo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de Bonos Tendencia	Categoría AA+ Estable
EEFF base	Diciembre de 2012
Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A Línea de bonos Serie C	Nº 671 de 12.07.11 Primera emisión Nº 672 de 12.07.11 Primera emisión

Inversiones La Construcción: Estado de Resultados Consolidado IFRS			
M\$ de cada año	2010	2011	2012
Ingresos de actividades ordinarias	545.824.436	664.281.078	678.055.205
Costo de ventas	-364.467.858	-426.430.781	-432.186.836
Total gastos de administración	-91.407.342	-112.415.946	-128.005.008
<b>Resultado Operacional</b>	<b>98.702.441</b>	<b>126.135.677</b>	<b>120.649.889</b>
Ingresos financieros	26.655.600	9.182.931	27.992.513
Costos financieros	-7.790.851	-11.028.625	-11.969.993
Ganancia	175.363.901	101.781.389	106.942.794
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>106.039.788</b>	<b>129.720.971</b>	<b>123.799.499</b>

<sup>1</sup> EBITDA calculado como ganancia bruta menos gastos de administración, otros ingresos y gastos por función, y otras ganancias, más Depreciación por gastos del personal.

<b>Inversiones La Construcción: Balance General Consolidado IFRS</b>			
<b>M\$ de cada año</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>31-12-2012</b>
Activos corrientes	335.354.689	336.157.760	338.277.049
Efectivo y equivalentes a efectivo	109.050.042	94.043.237	116.202.519
Activos no corrientes	627.293.902	667.934.866	717.325.788
Total activos	962.648.591	1.004.092.626	1.055.602.837
Pasivos Corrientes	232.829.736	131.031.330	173.839.215
Pasivos no corrientes	206.666.225	296.694.601	315.731.576
Patrimonio	523.152.630	576.366.695	566.032.046
Patrimonio de controladores	396.415.253	433.008.617	427.955.051
Patrimonio de no controladores	126.737.377	143.358.078	138.076.995
<b>Pasivos y patrimonio</b>	<b>962.648.591</b>	<b>1.004.092.626</b>	<b>1.055.602.837</b>
Deuda Financiera	214.596.980	172.102.001	215.502.220

<b>Inversiones La Construcción: Estado de Resultados Individual PCGA</b>					
<b>M\$ de diciembre 2012</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Total Ingresos Operacionales	109.142.235	60.600.533	33.472.032	101.108.326	144.345.839
Utilidad neta por inversión en empresas relacionadas	29.606.970	32.454.827	15.989.962	56.243.366	106.775.055
Intereses en inversiones	3.457.844	3.732.241	4.755.236	-2.354.832	2.866.736
Variación de mercado inversiones	3.186.093	-1.859.701	-17.251.429	14.572.971	4.579.862
Venta de inversiones	72.237.883	25.399.344	29.171.893	31.764.941	25.501.997
Otros ingresos operacionales	653.445	873.822	806.370	881.880	4.622.189
Total Costos Operacionales	-71.545.531	-24.885.903	-30.448.815	-33.979.558	-26.984.724
Gastos de Administración y Ventas	-1.501.163	-1.412.454	-1.800.239	-2.076.968	-8.440.329
Resultado no Operacional	-1.224.787	-4.985.140	-6.162.744	1.268.947	457.699
Utilidad del Ejercicio	33.999.869	29.665.921	-2.458.239	65.314.927	108.543.553

**Inversiones La Construcción: Balance General Individual PCGA**

M\$ de diciembre 2012	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010
Total Activo Circulante	68.075.323	79.827.186	61.483.282	72.989.661	103.352.683
Valores Negociables	61.783.528	74.826.943	58.547.646	70.968.282	96.419.686
Total Activo Fijo, neto	10.957.649	10.399.911	15.814.548	15.687.839	13.631.483
Total Otros Activos	178.641.028	186.217.067	191.722.488	235.020.188	360.980.262
Inversiones en empresas relacionadas	178.582.690	186.170.402	191.687.126	235.019.427	359.687.676
<b>Total Activos</b>	<b>257.674.001</b>	<b>276.444.163</b>	<b>269.020.319</b>	<b>323.697.687</b>	<b>477.964.429</b>
Total Pasivos Circulantes	3.760.046	3.627.554	5.524.983	6.319.160	119.973.432
Total Patrimonio	253.913.955	272.816.610	263.495.336	317.378.527	357.990.998
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>257.674.001</b>	<b>276.444.163</b>	<b>269.020.319</b>	<b>323.697.687</b>	<b>477.964.430</b>
Deuda Financiera	0	0	0	0	0

## Fundamento de la clasificación

**Inversiones La Construcción S.A. o ILC** es una sociedad de inversiones controlada por la Cámara Chilena de la Construcción A.G (CChC), gremio dedicado a representar los intereses del rubro de la construcción en Chile.

Las empresas que conforman el grupo **ILC** son las filiales Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A. ("Habitat"), Isapre Consalud S.A. ("Consalud"), Empresas Red Salud S.A. ("Red Salud", clínicas y centros médicos), Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A. ("Vida Cámara"), Desarrollos Educacionales S.A. ("Desarrollos Educacionales"; Colegios Pumahue, Manquecura y Nahuelcura), e iConstruye S.A. ("iConstruye", portal de servicios a la construcción).

Durante el ejercicio terminado en diciembre de 2012 **ILC** generó ingresos consolidados por \$ 678.055 (US\$ 1.413 millones) y un EBITDA<sup>2</sup> de \$ 123.799 millones (US\$ 255 millones). Al 31 de diciembre de 2012 la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$ 215.502 millones (US\$ 449 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 566.032 (US\$ 1.179 millones). Al cierre de este informe, ILC mantiene inversiones por un total de \$63.985 millones (US\$ 133 millones), de los cuales cerca de un 90% se encuentra en instrumentos de renta fija nacional y el resto en instrumentos de intermediación financiera. \$ 14 millones están depositados en instrumentos de renta variable local.

Desde comienzos de 2010, **ILC** ha percibido dividendos promedio de \$ 91.840 millones (US\$ 191,4 millones) desde sus filiales. Del monto recibido, un 59,2% provino de AFP Habitat, empresa que aportó \$ 51.000 millones en el último período.

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 al bajo nivel de su deuda financiera. En efecto, en el período

<sup>2</sup> EBITDA calculado como ganancia bruta menos gastos de administración, otros ingresos y gastos por función, y otras ganancias, más Depreciación por gastos del personal.

---

comprendido entre 2010 y 2012, el emisor ha recibido, en promedio, dividendos anuales por US\$ 191 millones y sólo las acciones de su filial Habitat presentan una valorización, según precio bolsa al cierre de diciembre de 2012 de cerca de US\$ 1.927 millones, siendo de 4,2 veces el valor de la deuda financiera individual de **ILC**.

Complementariamente, la clasificación asignada se ve sustentada por el hecho de que la sociedad emisora controla la política de reparto de dividendos de sus cinco filiales más relevantes, todas entidades de adecuado rendimiento operacional. 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 actual endeudamiento resultado de la adquisición 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 de que ellas lo requieran.

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

La clasificación de riesgo también incorpora que 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 "*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 un adecuado nivel de reservas financieras.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Valor de mercado de inversiones considerablemente holgado respecto a obligaciones financieras del *holding*.
- Elevado flujo de dividendos.

### Fortalezas complementarias

- Control de política de dividendos de filiales.
- Firmas exhiben viabilidad financiera por sí mismas.

### Fortalezas de apoyo

- Inversiones del *holding* registran alto grado de diversificación.
- Emisor con política de endeudamiento conservadora.
- Alta liquidez para enfrentar contingencias.

### Riesgos considerados

- Caída en la recepción de dividendos provenientes de filiales (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia o, en su defecto, por período acotado y situación de liquidez manejable por la sociedad emisora).
- Insolvencia de filiales (riesgo de muy baja probabilidad de ocurrencia).

## Hechos recientes

### Eventos recientes

El 12 de julio de 2011, **ILC** inscribió dos líneas de bonos, una a diez y otra a 30 años, por un monto de hasta UF 2.500.000 cada una, habiéndose realizado emisiones con cargo a cada una de ellas.

El 16 de abril de 2012 se acordó cambiar el nombre de la sociedad, de "Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A." a "Inversiones La Construcción S.A.", estableciéndose como nombre de fantasía **ILC** o **ILC** Inversiones.

El 24 de mayo de 2012, el fondo de inversión privado ILC, cuyo único aportante es la Cámara Chilena de la Construcción alcanzó un 11,52% de propiedad del emisor (**ILC**), al adquirir el total de acciones de Mutual de Seguridad de la Cámara Chilena de la Construcción, CCAF Los Andes, Corporación de Capacitación de la Construcción, y Corporación Deportiva de la Construcción.

El 25 de mayo de 2012, la **ILC** adquirió las acciones de su filial Empresas Red Salud que eran propiedad de la Cámara Chilena de la Construcción, por lo que su participación en esa empresa asciende a 89,99% a contar de esa fecha.

El 20 de julio de 2012, **ILC** colocó 32.193.892 acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, recaudando aproximadamente US\$ 470 millones. Un 35% de lo recaudado vino por inversionistas extranjeros, 35% por inversionistas institucionales, 20% por inversionistas vinculados a **ILC** y un 10% por inversionistas de *retail*.

El 30 de octubre de 2012 la empresa suscribió y pagó 17.464.038 acciones de pago, provenientes del aumento de capital de Isapre Consalud, por el que pagó US\$ 14,6 millones.

## 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:** Entre las fortalezas centrales consideradas en la evaluación se ha considerado el alto nivel de utilidades obtenidas en el período 2010- 2012, lo cual ha significado que ILC haya recibido en promedio dividendos por US\$191 millones anuales.

Estas cifras se contrastan con un pasivo financiero directo de aproximadamente US\$ 118 millones (que en término consolidado se incrementa a casi US\$ 450 millones si se incluye el pasivo financiero de todas las filiales del grupo).

**Elevado valor económico de inversiones productivas:** Otro elemento fundamental en la clasificación fue el valor de mercado de las inversiones del holding, el cual supera ampliamente las obligaciones financieras del conglomerado. En efecto, 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 obtiene que el endeudamiento representaría sólo el 28% del valor de sus activos (US\$ 1.617<sup>3</sup> 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:** En menor medida, y como fortaleza complementaria, se consideró el control que ejerce ILC en las empresas que forman parte del grupo, lo cual le permite determinar la política de dividendos de cada una de ellas, adecuando 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:** Como fortaleza complementaria adicional se tomó en cuenta el hecho que la actividad de las filiales de ILC se enmarca dentro de sectores de la economía ligados a seguridad social (Habitat y Vida Cámara), salud (Red Salud y Consalud) y 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 solvencia adecuada para hacer frente a sus compromisos financieros, y en el caso de Habitat, Consalud, Vida Cámara e iConstruye, la deuda

<sup>3</sup> Considerando un precio de la acción de Habitat de \$924,9, el dólar de cierre de diciembre de 2012 (\$479,96/US\$). Para el valor económico de las empresas sin cotización en bolsa se multiplica por diez veces la utilidad acumulada a diciembre de 2012 y se multiplica por el porcentaje de propiedad que le corresponde a ILC, para obtener el valor económico aproximado que le corresponde a la matriz.

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:** En cuanto a fortalezas de menor relevancia, y sólo como de apoyo a los aspectos detallados más arriba, se ha considerado el alto grado de diversificación de los sectores en que operan las empresas del *holding*, entre ellos, el asegurador, previsional, de salud, servicios y educacional, lo que implica que posee una base de inversiones diversificada, 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<sup>4</sup>, en Chile con clasificación igual o superior a A+, 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. Según la última información entregada por la empresa, **ILC** cerró con un total de casi \$ 55 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. 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 otorga la calidad de política a la mantención de tales recursos.

**Estructura financiera conservadora:** Como una característica adicional de apoyo, se consideró que el *holding* 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, y de manera excepcional el año 2010 haya contraído deuda financiera con el objetivo de adquirir a Citigroup el 40,24% de la propiedad de la AFP. 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 67,49% 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 diciembre de 2012, 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\$ 337 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, lo cual fue considerado como un factor adicional que permite sostener la clasificación de riesgo del conglomerado

---

<sup>4</sup> Existe un remanente de \$14 millones invertidos en instrumentos de renta variable, pero no es representativo de las políticas de inversión de **ILC**.

**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 promedio 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 Habitat representan del total recibido por **ILC** (59,2% en el período 2010- 2012), 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, a partir de las cuotas sociales que pagan los socios de la cámara, el capital necesario para un aporte de capital, considerando que aquellas 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 de este tipo. No obstante, 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 por parte del emisor, y, además, la Cámara Chilena de la Construcción dispone de un *endowment* que alcanza actualmente a más de US\$600 millones.

## Antecedentes Generales

### Historia

Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A. (**ILC**) es controlada por la Cámara Chilena de La Construcción A.G., con un 67%de la propiedad. La CChC es una asociación gremial, privada, con una sólida institucionalidad de más de 60 años y cuyo objetivo es contribuir al bienestar de los chilenos mediante el desarrollo del sector construcción.

**ILC** mantiene operaciones en empresas que prestan servicios en los sectores Previsional, Salud, Seguros y Educación. En el ámbito Previsional, **ILC** participa con un 67,48% de la propiedad en AFP Habitat, a través de las Sociedades Inversiones Previsionales Dos S.A. e Inversiones La Construcción Limitada. En el área Seguros de Salud y Vida, **ILC** controla el 99,9% de Isapre Consalud y Compañía de Seguros Vida Cámara, respectivamente.

En el Sector Salud, **ILC** controla el 89,9% de la propiedad de Empresas Red Salud, la cual es a su vez uno de los principales prestadores privados de salud hospitalaria y ambulatoria del País.

Además, **ILC** opera en otros sectores, entre los que destacan los sectores Educación y Servicios de Tecnologías de la información, a través de su participación en Desarrollos Educacionales e iConstruye, respectivamente.

### Propiedad y administración

#### Accionistas

La estructura de propiedad de **ILC** es la siguiente a diciembre de 2012:

Sociedad	Número de acciones suscritas y pagadas	% de la propiedad
Cámara Chilena de la Construcción	67.000.000	67,00%
Banco Santander por cuenta de inv. extranjeros	5.878.735	5,88%
BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	4.159.359	4,16%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	3.908.226	3,91%
IM Trust S.A. C. de B.	2.747.998	2,75%
Banco ITAÚ por cuenta de inversionistas	2.571.893	2,57%
Celfin Capital S.A. C. de B.	1.279.093	1,28%
Larraín Vial S A Corredora de Bolsa	1.140.204	1,14%
Banchile C. de B. S.A.	1.106.575	1,11%
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	832.000	0,83%
BCI C. de B. S.A.	764.759	0,76%
Consorcio C. de B. S.A.	758.228	0,76%
Otros	7.852.930	7,85%
<b>Total</b>	<b>100.000.000</b>	<b>100%</b>

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.

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; la Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social; la Mutual de Seguridad; y la Corporación de Desarrollo Tecnológico.

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**

El Directorio de ILC al 31 de diciembre de 2012 se presenta a continuación:

Nombre	Cargo
Daniel Hurtado Parot	Presidente
Gastón Escala Aguirre	Vicepresidente
Alberto Etchegaray Aubry	Director
Lorenzo Constans Gorri	Director
Francisco Vial Bezanilla	Director
Sergio Torretti Costa	Director
José Miguel García Echavarri	Director
Paulo Felipe Bezanilla Saavedra	Director
Ítalo Ozzano Cabezón	Director
Pablo Gonzalez Figari	Gerente General

## Filiales y Coligadas

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

Empresa	Participación ILC
AFP Hábitat S.A.	67,4900%
Isapre Consalud S.A.	99,9999%
Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A.	99,9999%
Desarrollos Educacionales S.A.	99,9988%
Iconstruye S.A.	32,9500%
Empresas Red Salud S.A.	89,9900%

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

AFP Habitat: Estado de Resultados IFRS				
M\$ de cada período	2009	2010	2011	2012
Ingresos ordinarios	134.599.242	99.734.856	114.486.113	121.300.838
Rentabilidad del encaje	27.089.119	19.504.110	-1.846.210	13.060.534
Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia	-30.892.990	8.861.771	-817.075	-141.268
Gastos de personal, depreciación y otros	-42.085.722	-39.896.864	-40.604.321	-45.337.096
Resultado operacional	88.709.649	88.203.873	71.218.507	88.883.008
Ganancia	75.704.094	75.478.083	61.654.009	74.576.340
Ganancia neta de encaje	48.614.975	55.973.973	63.500.219	61.515.806
EBITDA	90.305.372	89.572.448	73.114.497	90.789.801

AFP Habitat: Balance IFRS				
M\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012
Activos corrientes	59.473.972	45.776.403	49.881.723	59.839.814
Activos no corrientes	166.538.396	193.523.017	198.728.164	219.179.852
Encaje	145.662.023	171.549.374	176.375.609	197.779.132
<b>Total activos</b>	<b>226.012.368</b>	<b>239.299.420</b>	<b>248.609.887</b>	<b>279.019.666</b>
Pasivos corrientes	55.282.930	30.284.691	22.291.645	26.193.470
Pasivos no corrientes	13.390.788	17.271.167	16.721.835	22.542.444
Total pasivos	68.673.718	47.555.858	39.013.480	48.735.914
Total patrimonio	157.338.650	191.743.562	209.596.407	230.283.752
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>226.012.368</b>	<b>239.299.420</b>	<b>248.609.887</b>	<b>279.019.666</b>

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 diciembre de 2012 Habitat tenía un total de 2.146.860 afiliados, lo que representaba el 23% del total del sistema. En términos de cotizantes, la AFP tenía 1.253.139 a la misma fecha, lo que representa un 24% del total, mientras que al 28 de septiembre de 2012 los activos previsionales de sus afiliados administrados por la AFP llegaban a cerca de US\$ 41 mil millones, un 25,8% 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 superan los US\$ 159 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. La reforma previsional de 2008 estableció que los nuevos cotizantes que entran al sistema deben hacerlo obligatoriamente por dos años en la AFP que ofrezca la menor tarifa en una licitación efectuada por la Superintendencia de Pensiones (SP). Actualmente, la licitación realizada fue adjudicada por AFP Modelo. Cabe mencionar tiene una de las comisiones más bajas del sistema de 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 correspondientes a la 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. Aun cuando éste corresponde a una figura contable y 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, y no representa, por lo tanto, movimientos de caja, puede influir en el nivel de utilidades de Habitat, que, como se vio, corresponde a un porcentaje relevante de las utilidades percibidas por ILC. Un ejemplo de este riesgo ocurrió en 2008, cuando por 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 el período 2010- 2012 ha aportado un 59% del total de dividendos percibidos por el emisor. 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					
M\$		2009 PCGA	2010 PCGA	2011 IFRS	2012 IFRS
Ingresos		98.898.266	107.278.000	134.476.806	163.810.635
Costos de explotación		-72.381.730	-78.402.895	-105.363.366	-129.112.288
Gastos de administración y ventas		-17.929.283	-21.023.211	-23.422.101	-25.513.731
Resultado operacional		8.587.253	7.851.894	5.691.339	9.184.616
Gastos financieros		-1.376.459	-1.360.320	-3.630.457	-7.044.496
Utilidad		7.360.204	6.210.998	1.341.814	2.824.486
EBITDA		12.637.129	11.799.314	12.131.375	16.950.616

Red Salud : Balance General Consolidado PCGA			Red Salud : Balance General Consolidado IFRS		
M\$	31-12-2009	31-12-2010	M\$	31-12-2011	30-09-2012
Activo circulante	38.310.465	43.203.573	Activos corrientes	47.176.749	77.300.283
Activo fijo	103.536.052	145.236.147	Activos no corrientes	199.650.167	212.956.243
Otros activos	3.846.518	14.997.942			
<b>Total activos</b>	<b>145.693.036</b>	<b>203.437.662</b>	<b>Total activos</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>
Pasivo circulante	18.949.114	39.276.455	Pasivos corrientes	45.733.201	49.504.010
Pasivo largo plazo	28.505.040	58.771.141	Pasivos no corrientes	87.249.711	126.888.638
Interés minoritario	2.078.668	2.091.206	Patrimonio atribuible a participación no controladoras	2.046.113	2.065.987
Patrimonio	96.160.213	103.298.860	Patrimonio	113.844.004	113.863.878
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>145.693.036</b>	<b>203.437.662</b>	<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>
Deuda financiera	28.108.484	58.026.994	Deuda financiera	90.083.176	126.316.852

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 89,99% de ILC, en un 10,01% de la Mutual de Seguridad CChC. Las filiales, negocios conjuntos y coligadas de Red Salud son las siguientes:

Nombre	Participación Red Salud
Oncored S.p.A.	100,00%
Megosalud 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.	99,99%
Clínica Iquique S.A	52,15%
Atesa S.A.	50,0%
Laboratorio de Neurofisiología Digital y Estudio del Sueño S.A.	50,0%
Administradora Clínicas Regionales Dos S.A.	40,0%
Administradora Clínicas Regionales S.A.	32,24%
Inversalud del Elqui S.A.	15,46%

Megosalud es una red de prestadores médicos (35 especialidades) y dentales ambulatorias (20 especialidades) que cubre todo Chile a través de 32 centros médicos (doce en la Región Metropolitana) y un laboratorio clínico, con más de 2.300 profesionales del rubro y cerca de 6,5 millones de prestaciones al año, constituyéndose con ello entre las principales red privada de su tipo en el país.

Clínica Bicentenario, inaugurada en abril de 2011, es una clínica de alta complejidad ubicada en Estación Central, orientada a los segmentos medios del sector centro-occidental de la capital. Cuenta con 230 camas, 14 pabellones quirúrgicos, 38 boxes de consultas médicas de especialidades, 28 salas de procedimientos diagnósticos y terapéuticos, y Servicios de apoyo como Radiología con alta especialización y Laboratorio Clínico. Clínica Avansalud, ubicada en Providencia, Santiago, es un centro de cirugías de mediana complejidad y diagnóstico avanzado, con 100 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, estando en proceso de ampliación, 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. Oncored S.A. fue adquirida recientemente, y es una sociedad anónima cerrada que se constituyó en noviembre de 2011.

En conjunto, las clínicas del grupo poseen aproximadamente el 21% de la oferta de camas privadas 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 a uno de los de mayor oferta de servicios privados de salud del país, a lo cual se agrega 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 reconocen 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 figura el progresivo incremento del gasto per cápita en atenciones médicas, como 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 entre los riesgos para Red Salud la concentración de los deudores, los que corresponden a las seis Isapres del sistema más Fonasa<sup>5</sup>, y la de ingresos, puesto que en 2012 Megasalud generó en torno a un 46% de éstos, y el 54% restante corresponde al área hospitalaria (Tabancura, Avansalud, Bicentenario e Iquique) 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 sus riesgos 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.

---

<sup>5</sup> Con todo, se reconoce que las exigencias a las Isapres, en relación a la provisión de sus deudas, reduce este tipo de riesgo

## Isapre Consalud S.A. (Consalud)

Consalud S.A.: Estado de Resultados Consolidado PCGA		
M\$	2009	2010
Ingresos totales	206.381.321	219.173.755
Costo de ventas	-176.290.973	-182.787.215
<b>Margen Bruto</b>	30.090.348	36.386.540
Gastos de administración	-25.981.055	-29.512.181
<b>Resultado operacional</b>	4.109.293	6.874.359
Utilidad del Ejercicio	5.040.428	6.531.378

Consalud S.A.: Estado de Resultados Consolidado IFRS		
M\$	2011	2012
Ingresos totales	244.614.683	275.380.026
Costo de ventas	-203.749.601	-228.727.009
<b>Margen Bruto</b>	40.865.082	46.653.017
Gastos de adm. y otros por función	-31.892.325	-34.695.720
<b>Resultado operacional</b>	8.972.757	11.957.297
Utilidad del Ejercicio	8.575.840	10.310.137

Consalud S.A.: Balance General Consolidado PCGA		
M\$	31-12-2009	31-12-2010
Activo circulante	18.639.729	21.829.080
Activo fijo	15.595.300	17.452.743
Otros activos	8.356.971	13.156.726
<b>Total activos</b>	<b>42.592.000</b>	<b>52.438.549</b>
Pasivo circulante	22.685.916	29.651.014
Pasivo largo plazo	6.002.357	4.822.233
Patrimonio	13.903.727	17.965.302
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>42.592.000</b>	<b>52.438.549</b>
Deuda financiera	2.275.555	2.063.985

Consalud S.A.: Balance General Consolidado IFRS		
M\$	31-12-2011	31-12-2012
Activos corrientes	33.480.387	36.680.051
Activos no corrientes	48.477.615	57.116.928
<b>Total activos</b>	<b>81.958.002</b>	<b>93.796.979</b>
Pasivos corrientes	72.823.433	67.523.906
Pasivos no corrientes	7.492.847	10.513.172
Patrimonio	1.641.722	15.759.901
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>81.958.002</b>	<b>93.796.979</b>
Deuda financiera	0	1.675.894

El sistema de Isapres (institución de salud previsional) nació 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 de UF 70,3) o un porcentaje mayor si así lo quisiere voluntariamente; como contraprestación recibe un seguro de salud para él y sus dependientes legales.

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 2011 Consalud tenía una participación de mercado de 22,3%, siendo la isapre con el mayor número de cotizantes.

Entre los riesgos que enfrenta Consalud se puede mencionar los eventuales cambios regulatorios que pudieran afectar al mercado de isapre. 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				Estado de Resultado IFRS	
M\$	2009	2010	2011	M\$	2012
Prima retenida neta	56.270.836	132.572.170	156.907.252	Prima directa	98.800.586
Prima directa	56.270.836	132.572.170	156.907.252	Prima aceptada	0
Ajuste otras reservas	-2.281.413	-4.901.734	4.962.292	Prima cedida	96.055
Costo de siniestros	-45.097.947	-91.669.373	-117.585.265	Prima retenida	98.704.531
Reaseguro no proporcional	-25.761	-58.337	-64.523	Costo siniestros	65.659.211
Gastos médicos	-130.765	-904.632	-1.056.646	Costo renta	0
Costo de administración	-597.958	-3.015.846	-3.410.685	R. Intermediación	929.635
Resultado operacional	8.136.992	32.022.248	39.752.425	Margen de contribución	30.811.231
Resultado de inversiones	259.117	2.750.303	3.739.490	Costo de administración	7.021.274
				Resultado de inversiones	3.224.376
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>7.103.303</b>	<b>28.451.416</b>	<b>34.094.658</b>	<b>Resultado final</b>	<b>22.089.345</b>

Vida Cámara : Balance General Consolidado PCGA				Balance General IFRS	
M\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	M\$	31-12-2012
Inversiones	35.695.018	96.164.960	107.112.921	Inversiones	91.126.017
Deudores por primas	19.845.557	24.753.420	28.299.453	Ctas. por cobrar seguros	1.733.240
Deudores por reaseguro	58.579	33.950	31.388	Participación reaseguro en reservas técnicas	160.825
Otros activos	19.388	340.966	577.300	Otros activos	1.162.628
<b>Activos</b>	<b>55.618.542</b>	<b>121.293.296</b>	<b>136.021.062</b>	<b>Total activos</b>	<b>94.182.710</b>
Reservas técnicas	41.809.453	81.419.720	98.625.497	Reservas técnicas	64.691.925
Reservas previsionales	39.159.206	73.870.944	95.805.919	Reservas rentas vitalicias	0
Primas por pagar	79.676	190.318	86.532	Deudas por operaciones reaseguros	230.813
Oblig. Inst. sist. financ.	0	257.718	267.790	Otros pasivos	2.337.202
Otros pasivos	1.013.219	5.143.477	2.888.781		
Total pasivo exigible	42.902.348	87.011.233	101.868.600	Total pasivo exigible	67.580.073
Patrimonio	12.716.194	34.282.063	34.152.462	Patrimonio	26.602.637
<b>Pasivos y Patrimonio</b>	<b>55.618.542</b>	<b>121.293.296</b>	<b>136.021.062</b>	<b>Total pasivos y Patrimonio</b>	<b>94.182.710</b>

Vida Cámara fue adquirida por **ILC** a The Royal Bank of Scotland en 2009 (anteriormente funcionaba bajo el nombre de RBS (Chile) Seguros de Vida).

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 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 Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) para un período de dos años. No obstante, debido a la no renovación de este contrato, la recolección de la prima por SIS concluyó en junio de 2012, lo cual ha sido la principal razón de la disminución de 37% en los ingresos de la compañía a fines de 2012, que se ha visto parcialmente compensado con la incorporación de nuevos seguros, como el seguro complementario de salud.

Entre los riesgos que enfrenta este negocio, están los cambios en las tendencias de morbilidad en la población que afecten el costo de operación.

## Desarrollos Educacionales S.A.

Desarrollos Educacionales: Estado de Resultados Consolidado IFRS			
M\$	2010	2011	2012
Ingresos	11.124.648	12.867.215	14.811.124
Costos de explotación	-3.521.421	-3.943.562	-4.743.135
Gastos de adm. y otros por función	-5.144.936	-6.042.526	-6.682.586
Resultado operacional	2.458.291	2.881.127	3.385.403
Gastos financieros	-1.232.193	-1.615.062	-1.438.902
Utilidad	1.021.114	764.724	1.138.460

Desarrollos Educacionales: Balance General Consolidado IFRS			
M\$	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012
Activos corrientes	7.115.425	6.767.062	6.897.618
Activos no corrientes	34.508.144	39.292.447	45.337.099
<b>Total activos</b>	<b>41.623.569</b>	<b>46.059.509</b>	<b>52.234.717</b>
Pasivos corrientes	7.899.419	8.921.805	16.194.044
Pasivos no corrientes	21.931.199	24.782.039	23.523.369
<b>Total pasivos</b>	<b>29.830.618</b>	<b>33.703.844</b>	<b>39.717.413</b>
Total Patrimonio	11.792.951	12.355.665	12.517.304
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>41.623.569</b>	<b>46.059.509</b>	<b>52.234.717</b>
Deuda financiera	25.266.506	25.699.360	31.578.737

Desarrollos Educacionales fue fundada en 1997 y es la filial de **ILC** dedicada a la creación y administración de establecimientos educacionales, 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) en 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 8.200 alumnos y sobre los 67 mil m<sup>2</sup> 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.

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 2012, la empresa alcanzaba una relación de deuda financiera sobre EBITDA de 7,5 veces, lo que representa un leve incremento respecto al año anterior, cuando alcanzó una relación de 7,2 veces. Sin embargo, cabe destacar que para ingresos en torno a los \$ 14.811 millones en 2012, la empresa obtuvo un EBITDA de \$ 4.223 millones, con una tasa de 28,5% sobre ingresos. 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\$	2009	2010
Ingresos	3.035.886	2.479.587
Costos de explotación	-1.766.362	-1.841.311
Gastos de adm. y ventas	-893.363	-331.065
<b>Resultado operacional</b>	<b>376.161</b>	<b>307.211</b>
Gastos financieros	-8.099	-10.259
Utilidad del Ejercicio	426.686	181.382

iConstruye S.A.: Estado de Resultados IFRS		
M\$	2011	2012
Ingresos	2.779.587	3.374.033
Costos de explotación	-1.841.311	-2.109.248
Gastos de adm. y ventas	-429.702	-493.461
<b>Resultado operacional</b>	<b>508.574</b>	<b>771.324</b>
Gastos financieros	-15.749	-6.455
Utilidad del Ejercicio	512.167	645.761

iConstruye S.A.: Balance General PCGA		
M\$	31-12-2009	31-12-2010
Activo circulante	3.314.335	2.841.939
Activo fijo	63.832	61.009
Otros activos	190.417	269.719
<b>Total activos</b>	<b>3.568.584</b>	<b>3.172.667</b>
Pasivo circulante	475.397	336.680
Pasivo largo plazo	55.354	27.031
Patrimonio	3.037.835	2.808.956
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>3.568.586</b>	<b>3.172.667</b>
Deuda financiera	3.314.335	2.841.939

iConstruye S.A.: Balance General IFRS		
M\$	31-12-2011	31-12-2012
Activos corrientes	2.523.236	1.771.362
Activos no corrientes	1.002.989	1.171.148
<b>Total activos</b>	<b>3.526.225</b>	<b>2.942.510</b>
Pasivos corrientes	888.092	1.108.363
Pasivos no corrientes	6.328	0
Patrimonio	2.631.805	1.834.147
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>3.526.225</b>	<b>2.942.510</b>
Deuda financiera	0	0

IConstruye fue creada en 2000 por **ILC** en conjunto con NixusMarket Place 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.

## 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 financieros 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 instrumentos de renta fija nacional con clasificación igual o superior a A+. Al cierre de este informe ILC mantenía inversiones totales por \$ 61.527 millones (US\$ 130 millones), de los cuales \$ 54.900 millones (89,2%) se encuentra en instrumentos de renta fija nacional, \$ 5.343 millones (8,7%) están en instrumentos de intermediación financiera nacional, \$ 14 millones están depositados en instrumentos de renta variable local, y \$ 1.270 millones corresponden a instrumentos de renta fija internacional.

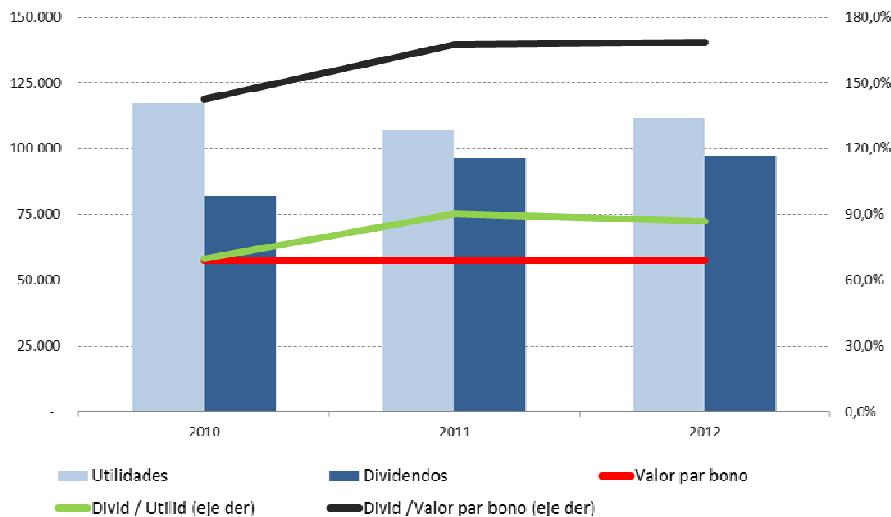
### Comparación de utilidades, dividendos percibidos y obligaciones por bonos

En el período 2010 - 2012 las utilidades del holding ILC han promediado más de \$112 mil millones, mientras que los dividendos percibidos por la matriz superan los \$91 mil millones, lo que representa, en promedio, un 82% de las utilidades.

Este nivel de dividendos percibidos por la matriz serían más que suficientes para pagar, en un año, las obligaciones por concepto de bonos que enfrenta directamente el *holding*. En efecto, el valor promedio de los dividendos del período representa casi un 160% del valor par del bono.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Incluso para el año 2012, los dividendos representan un 169% del valor par del bono de **ILC**.

### Utilidades, Dividendos y Valor de Bono (\$MM y porcentajes)



## Evolución del endeudamiento y la liquidez

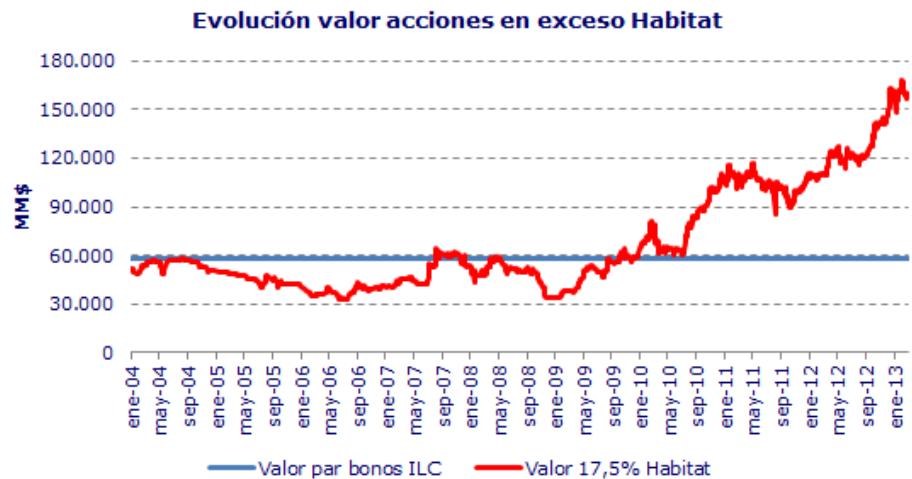
A diciembre de 2012 la deuda financiera consolidada de **ILC** alcanzó los \$215.502 millones. En términos individuales, la solvencia de cada filial se considera adecuada y por tanto que ellas son capaces de asumir el pago, con sus propios flujos, de dichos compromisos (Red Salud y Vida Cámara son clasificados por **Humphreys** en categorías A y A+, respectivamente). 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 2012 su deuda financiera alcanzaba a \$1.676 millones. Por su parte, tanto Habitat como Vida Cámara e iConstruye no tienen deuda financiera.



## Liquidez de respaldo

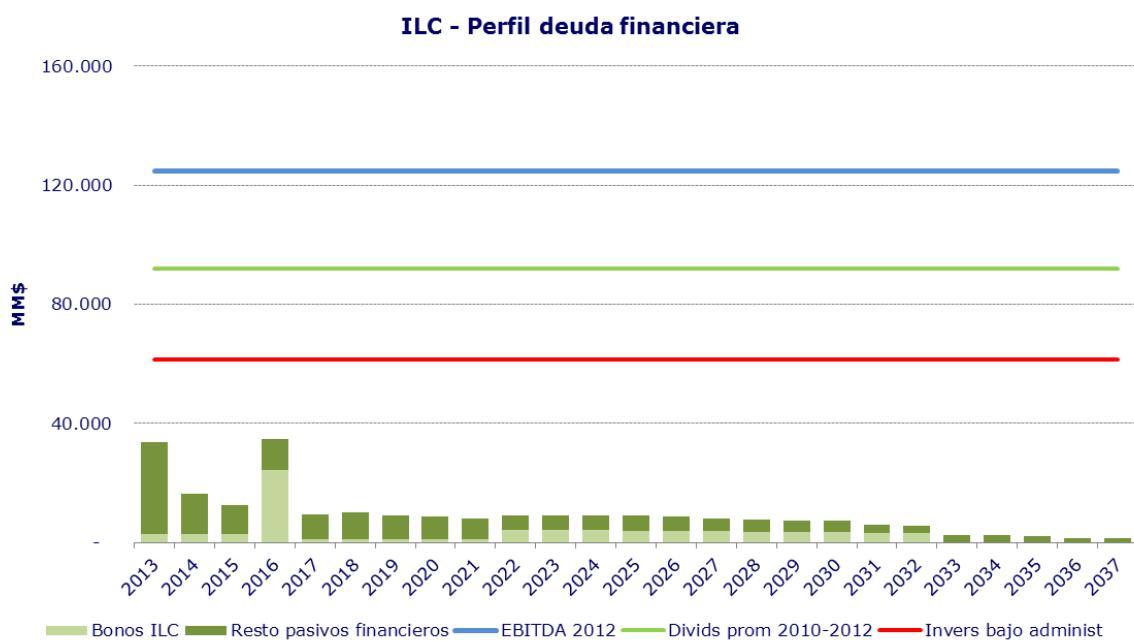
Como se dijo más arriba, ILC posee una participación accionaria de Habitat superior a la requerida para asegurar su control. A diciembre de 2012 este exceso de propiedad podía ser valorizado en un poco más de US\$ 337 millones, por lo que en un caso extremo e hipotético, donde hubiese una fuerte contracción del flujo de cada periodo, el emisor tendría la posibilidad de enajenar o entregar en prenda el exceso de propiedad en Habitat y con ello cubrir la totalidad de la deuda financiera derivada de la emisión de los bonos.



## Perfil de Vencimientos

Como se muestra en el gráfico siguiente, **ILC** presenta un adecuado perfil de vencimientos, acorde con la capacidad de generación de flujos del *holding*. En efecto, el EBITDA que generó el conglomerado durante 2012 superó los \$120.000 millones. No obstante, a objeto de considerar solo los flujos efectivamente recibidos por la matriz, se han considerado los dividendos promedio percibidos en el período 2010- 2012, que alcanzan a más de \$91.800 millones, siendo capaz de afrontar los vencimientos, incluidos aquellos que tendrán lugar durante 2016. La holgura disponible permitiría, incluso, que los dividendos cayeran hasta un 36% siendo posible todavía afrontar los vencimientos de ese año.

Más aún, en caso de *stress* financiero, la sólida posición de liquidez del emisor se confirma al constatar que en caso de un hipotético *stress* financiero, **ILC** podría liquidar el valor de sus inversiones financieras, las cuales, como se dijo, totalizan cerca de \$64.000 millones de pesos, las que resultan más que superiores al vencimiento máximo de 2016.



*"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 inscritas por **Inversiones La Construcción** a diciembre de 2012 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	12/07/2011 – N° 671	12/07/2011 – N° 672
Monto máximo <sup>7</sup>	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 2012
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	
<b>Activo esencial</b>	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.
<b>Deuda financiera neta</b>	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.

<sup>7</sup> 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.