



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Tendencia de Clasificación**

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

Inversiones

La Construcción S.A.

Marzo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de Bonos Tendencia	Categoría AA+ Estable ¹
EEFF base	Diciembre 2013

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

ILC: Estado de Resultados Consolidado IFRS			ILC: Estado de Resultados Consolidado IFRS		
Millones de \$ de cada año	2010	2011	Actividad no aseguradora	Millones de \$ de cada año	2012
Ingresos de actividades ordinarias	545.824	666.539	Ingresos de actividades ordinarias	579.749	645.993
Costo de ventas	-364.468	-425.723	Costo de ventas	-364.692	-421.706
Total gastos de administración	-91.407	-115.350	Total gastos de administración	-120.932	-134.327
Resultado Operacional	98.702	126.690	Resultado Operacional	96.753	94.594
Ingresos financieros	26.656	9.472	Ingresos financieros	24.717	25.877
Costos financieros	-7.791	-11.682	Costos financieros	-11.966	-13.474
Ganancia	175.364	101.252	Ganancia	84.853	108.981
EBITDA	106.040	135.598			
Actividad aseguradora					
Millones de \$ de cada año	2012	2013	Actividad aseguradora	Millones de \$ de cada año	2012
Ingresos netos por intereses y reajustes	3.224	47.937	Ingresos de explotación aseguradora	99.159	81.268
Ingresos de explotación aseguradora	99.159	81.268	Costo de explotación aseguradora	-66.589	-110.606
Costo de explotación aseguradora	-66.589	-110.606	Gastos operacionales	-8.626	-18.755
Gastos operacionales	-8.626	-18.755	Resultado Operacional	27.169	-156
Resultado no operacional	371	1.366	Resultado no operacional	371	1.366
Ganancia	22.089	2.790	Ganancia	22.089	2.790
Ganancia actividades no aseguradora y aseguradora	106.942	111.771	Ganancia actividades no aseguradora y aseguradora	106.942	111.771

¹ Tendencia anterior: "En Observación"

ILC: Balance Consolidado IFRS			ILC: Balance Consolidado IFRS		
Millones de \$ de cada año	2010	2011	Millones de \$ de cada año	2012	2013
Activos corrientes	335.355	336.158	Activos corrientes	245.396	230.802
Efectivo y equivalentes a efectivo	109.050	94.043	Efectivo y equivalentes a efectivo	85.421	125.782
Activos no corrientes	627.294	667.935	Activos no corrientes	716.024	734.225
Total activos	962.649	1.004.093	Total activos	961.420	965.027
Pasivos Corrientes	232.830	131.031	Pasivos Corrientes	156.140	173.280
Pasivos no corrientes	206.666	296.695	Pasivos no corrientes	250.698	418.293
Patrimonio	523.153	576.367	Total pasivos	406.838	591.573
Patrimonio de controladores	396.415	433.009	Actividad aseguradora		
Patrimonio de no controladores	126.737	143.358	Millones de \$ de cada año	2012	2013
Pasivos y patrimonio	962.649	1.004.093	Efectivo y depósito en bancos	2.010	47.986
Deuda Financiera	214.597	172.102	Inversiones financiera	88.840	3.511.477
			Deudores por prima asegurados	1.733	8.389
			Deudores por reaseguros	161	41.509
			Activo fijo	276	1.426
			Total activos	94.183	4.333.650
			Reservas seguros previsionales	61.273	3.775.090
			Reservas seguros no previsionales	3.419	144.680
			Total pasivos	67.580	3.989.207
			Activos aseguradoras y no aseguradoras	1.055.603	5.298.677
			Pasivos aseguradoras y no aseguradoras	474.418	4.580.781
			Patrimonio total	581.185	717.897
			Total pasivos y patrimonio	1.055.603	5.298.677
			Deuda Financiera	215.502	448.229

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

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

Tras la adquisición de CorpGroup Vida Chile, por parte de ILC, la empresa separará los estados financieros en: actividad no aseguradora y actividad aseguradora. De este modo, durante el ejercicio terminado en diciembre de 2013 **ILC** generó ingresos en el área no aseguradora por \$645.993 millones (US\$ 1.231 millones²), y flujos de efectivos procedentes de la operación no aseguradora por \$109.010 millones (US\$ 208 millones). Mientras que en el área aseguradora obtuvo ingresos de explotación por \$81.268 millones (US\$ 155 millones). A esa fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los \$ 448.229 millones (US\$ 854 millones). Con un patrimonio total consolidado de \$717.897 millones (US\$ 1.368 millones).

Para la adquisición de CorpGroup Vida, ILC tomó un crédito "Puente" por \$87.250 millones (US\$ 173,5 millones). Es un crédito a dos años con la opción de renovarlos por dos años más. En la última mitad del periodo, se amortiza la mitad del capital en cada año.

Por su parte, CorpGroup Vida mantiene obligaciones financieras por \$173.382 millones (US\$ 332 millones) compuestas principalmente por la emisión de bonos de la compañía, títulos de deuda clasificados por **Humphreys** en Categoría A+.

Al cierre de este informe, **ILC** mantiene inversiones por un total de \$57.978 millones (US\$ 110,5 millones), de los cuales en su totalidad se encuentran en instrumentos de renta fija nacional, con clasificación igual o superior a A+.

Por la adquisición del 67% de CorpGroup Vida Chile, en septiembre de 2013, la tendencia de la clasificación fue cambiada desde "Estable" a "En Observación".

En atención a que los análisis realizados ratifican que la sociedad emisora sigue manteniendo un elevado valor de sus activos (agregándose la nueva inversión), la tenencia de acciones Habitat continua entregando una fuerte flexibilidad financiera y se conserva una fuerte liquidez (inversiones financieras); todo ello en

²Tipo de cambio usado: \$ 524,61/US\$ correspondiente al 31/12/2013

relación con el total de la deuda financiera y con los vencimientos anuales de los pasivos, es que la perspectiva de la clasificación fue modificada desde la tendencia "En Observación" a "Estable".

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 nivel de su deuda financiera. En efecto, en el período comprendido entre 2010 y 2013, el emisor ha recibido, en promedio, dividendos anuales por \$ 69.092 millones (US\$ 132 millones) y sólo las acciones de su filial Habitat presentan una valorización, según precio bolsa promedio en los últimos 12 meses, de \$847.620 millones (US\$ 1.596 millones³). Así, el valor de Habitat ponderado por la participación de **ILC** en ella es de \$572.058 millones (US\$ 1.077 millones). Este valor es de 1,3 veces la deuda financiera consolidada de la empresa a diciembre de 2013.

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. Asimismo, se valora los rubros en los que las filiales desarrollan sus actividades, lo que atenúa los riesgos que puedan materializarse en alguna de ellas y que pudieran impactar el pago de dividendos.

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

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

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

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

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

³Tipo de cambio usado: \$ 531,17/US\$

ésta. Además, se espera que el endeudamiento relativo de la empresa no experimente un incremento significativo, y que la sociedad conserve un adecuado nivel de reservas financieras.

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2013

Tras la adquisición de CorpGroup Vida Chile, por parte de ILC, la empresa separará los estados financieros en: actividad no aseguradora y actividad aseguradora. La primera de ellas obtuvo ingresos por \$645.993 millones, un 11,4% superior a los obtenidos en 2013. Esto se debe a los mayores ingresos logrados por isapre Consalud, los que aumentaron un 13,4% por mayor cantidad de cotizantes y mayor cotización mensual; a esta alza se le suma los mayores ingresos de Red Salud los que aumentaron un 17,5% principalmente como resultado de la mayor actividad en las clínicas Bicentenario y Avansalud. Por otra parte, los ingresos de explotación de la actividad aseguradora cayeron un 18% respecto a diciembre de 2012, esta disminución se debe a los menores ingresos que obtuvo Vida Cámara, los que cayeron 65,7%, asociados a las menores primas provenientes del seguro de invalidez y sobrevivencia.

El Ebitda de la actividad no aseguradora cayó un 2,3% respecto de 2012, esto se debe a los mayores gastos de administración en Habitat y a la mayor siniestralidad en Consalud.

Así, las ganancias consolidadas totalizaron \$ 111.771 millones, un 4,5% superior a las de 2012. Esto se debe al *Badwill* originado por la compra de CorpGroup Vida Chile y al buen desempeño de AFP Habitat y Red Salud.

La deuda financiera consolidada alcanza los \$448.229 millones, 107,8% superior al cierre de 2012. Esta alza se debe a la incorporación a la matriz de los bonos emitidos en 2009 por CorpGroup Vida Chile, que a 2013 totaliza obligaciones financieras por \$173.382 millones. La deuda financiera también se ve incrementada por el crédito "Puente" con que ILC financió la compra de CorpGroup Vida Chile.

Eventos recientes

El 18 de junio de 2013, mediante contrato de compraventa de acciones, **ILC** vendió a Cognita Chile Ltda., el 51% de la sociedad Desarrollos Educacionales S.A., equivalentes a 46.836 acciones de la sociedad. Esta transacción generó una utilidad para **ILC** por la suma de \$ 127 millones, monto que se incluye en el estado de resultados de septiembre de 2013, bajo el rubro "ingresos de actividades ordinarias".

Para dar un ordenamiento financiero y tributario a la futura construcción del nuevo edificio de la Cámara Chilena de la Construcción, el 23 de mayo de 2013 se creó la sociedad Inmobiliaria ILC SpA, de la cual **ILC** es propietaria en un 100%. Con esto, el 10 de julio de 2013, la sociedad suscribió un contrato de promesa de compraventa con el fin de adquirir 17.545,87 metros cuadrados útiles de oficinas, 527 estacionamientos y 1.319 metros cuadrados de bodegas en dichas intersecciones. El precio de la compraventa fue de UF 1.433.299 más IVA.

Por otro lado, en septiembre de 2013, Vida Cámara se adjudicó 2 de las 7 partes de la licitación del Seguro de Invalides y Sobrevivencia en Perú.

El 18 de noviembre de 2013 la empresa adquiere el 67% de las acciones del holding CorpGroup Vida Chile S.A., tomando el control de las firmas aseguradoras CorpSeguros y CorpVida, siendo la línea de rentas vitalicias la más relevante dentro de su mix de productos. El precio de la operación ascendió a los \$87.250 millones financiada con un crédito "Puente".

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

Tendencia Estable

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

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 2010-2013, lo cual ha significado que ILC haya recibido en promedio dividendos por \$ 69.092 millones anuales (US\$ 132 millones). Considerando que en el mismo período las filiales tuvieron utilidades en promedio por \$ 106.780 millones anuales (US\$ 203 millones), se tiene una distribución del 64,71% que refleja, además, la capacidad del emisor para incrementar sus flujos anuales.

Elevado valor económico de inversiones productivas: Otro elemento fundamental en la clasificación fue el valor de mercado de las inversiones de la matriz. Este supera las obligaciones financieras del conglomerado.

En efecto, si para determinar el valor económico de Habitat se considera su precio en bolsa, para CorpGroup Vida Chile el valor pagado por ILC al momento de la compra (\$ 87.250 millones) 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 de la matriz (considerando la deuda de la nueva filial) representaría sólo el 45,3% la valorización de estos activos (US\$ 1.896⁴ 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. Así, la empresa posee el 67,5% de la propiedad de AFP Habitat; el 99,9% de Consalud; el 89,9% de Red Salud; el 99,9% de Vida Cámara y el 67% de CorpGroup Vida Chile.

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, Consalud, Vida Cámara, CorpVida y CorpSeguros) y salud (Red Salud) 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 y Vida Cámara, 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 su actividad, la filial 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

⁴ Considerando un precio promedio en los últimos 12 meses de la acción de Habitat de \$847,6, el dólar de cierre de diciembre de 2013 (\$524,61/US\$). Para el valor económico de las empresas sin cotización en bolsa se multiplica por diez veces la utilidad acumulada a diciembre de 2013 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.

cada negocio, en ambos casos positivos. Cabe señalar que Red Salud, Vida Cámara y CorpGroup Vida son clasificados por **Humphreys** en categorías A, A+ y A+, respectivamente.

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 de la matriz, entre ellos, el asegurador, previsional, de salud y servicios 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 en Chile con clasificación igual o superior a A+, tal política queda además expresada en la mantención de un elevado nivel de inversiones financieras, que fortalecen la liquidez de la compañía, establecidas con el objeto de cubrir, entre otros, eventuales necesidades financieras determinantes para el normal curso de sus negocios. Según la última información entregada por la empresa, **ILC** cerró con un total de \$ 57.978 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. 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 la matriz 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.

Acciones de Habitat y su disponibilidad en caso extremos: **ILC** es dueña de un 67,5% 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). En promedio en 2013, 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 \$148.200 millones. Esto permite presumir que ante situaciones extremas, se dispone de activos de calidad para ser prendados o 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

Fortalezas de Habitat: Esta AFP es la segunda del mercado en términos de cotizantes, con un 23% del total de cotizantes, 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** (52,7% en el período 2010-2013), 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, Vida Cámara, Corpvida y CorpSeguros) 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); mayores exigencias al mercado asegurador por parte de la SVS (CorpGroup Vida Chile). 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 que dispone de un endowment de US\$ 700 millones que permitiría atenuar el riesgo de necesidades de financiamiento por parte de **ILC** en caso de necesidad de recursos para apoyar a alguna de sus filiales. No obstante, dada la naturaleza de la Cámara Chilena de la Construcción, a esta entidad gremial le resultaría difícil reunir, a partir de las cuotas sociales que pagan sus socios, el capital necesario para efectuar un aporte de capital a **ILC**.

Antecedentes generales

Historia

Sociedad de Inversiones 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 institucionalidad de más de 60 años.

ILC mantiene operaciones en empresas que prestan servicios en los sectores Previsional, Salud y Seguros. En el ámbito Previsional, **ILC** participa con un 67,5% 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 de Compañía de Seguros Vida Cámara, el 48% de CorpSeguros y el 67% de CorpVida.

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** participa en el sector de servicios de tecnologías de la información, a través de iConstruye.

Propiedad y administración

Accionistas

La estructura de propiedad de **ILC** es la siguiente a diciembre de 2013:

Nombre	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Cámara Chilena de la Construcción	67.000.000	67,00%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	6.221.343	6,22%
Banco Santander por cuenta de inv. extranjeros	5.722.415	5,72%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	3.724.639	3,72%
Bice inversiones corredores de bolsa	3.570.830	3,57%
IM Trust S.A. C. de B.	1.398.006	1,40%
Bci C. de B.	1.347.262	1,35%
Banchile C. de B.	1.342.327	1,34%
BTG Pactual chile C. de B.	1.267.764	1,27%
Moneda S.A. AFI para Pionero fondo de inversión	739.750	0,74%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	674.525	0,67%
Consorcio C. de B. S. A.	582.707	0,58%
Otros	6.420.000	6,42%

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 o tiene relación con 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 2013 se presenta a continuación:

Nombre	Cargo
Daniel Hurtado Parot	Presidente
Gastón Escala Aguirre	Vicepresidente
Juan Enrique Alberto Etchegaray Aubry	Director
Juan Benavides Feliú	Director
Lorenzo Constans Gorri	Director
Francisco Vial Bezanilla	Director
Sergio Torretti Costa	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.	67,49%
Isapre Consalud S.A.	99,90%
Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A.	99,90%
Iconstruye S.A.	32,90%
Empresas Red Salud S.A.	89,99%
CorpGroup Vida	67,00%

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

Millones de \$ de cada período	AFP Habitat: Estado de Resultados IFRS				
	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos ordinarios	134.599	99.735	114.486	121.301	129.379
Rentabilidad del encaje	27.089	19.504	-1.846	13.061	14.649
Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia	-30.893	8.862	-817	-141	-157
Gastos de administración y ventas	-42.086	-39.897	-40.604	-45.320	-53.656
Resultado operacional	88.710	88.204	71.219	75.840	75.566
Ganancia	75.704	75.478	61.654	74.590	79.473
Ganancia neta de encaje	48.615	55.974	63.500	61.530	64.824
EBITDA	90.305	89.572	73.114	77.746	77.859

Millones de \$ de cada período	AFP Habitat: Balance IFRS				
	2009	2010	2011	2012	2013
Activos corrientes	59.474	45.776	49.882	59.840	66.617
Activos no corrientes	166.538	193.523	198.728	219.180	241.790
Encaje	145.662	171.549	176.376	197.779	220.867
Total activos	226.012	239.299	248.610	279.020	308.407
Pasivos corrientes	55.283	30.285	22.292	26.193	27.722
Pasivos no corrientes	13.391	17.271	16.722	22.542	24.357
Total pasivos	68.674	47.556	39.013	48.736	52.079
Total patrimonio	157.339	191.744	209.596	230.284	256.328
Total pasivos y patrimonio	226.012	239.299	248.610	279.020	308.407

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.

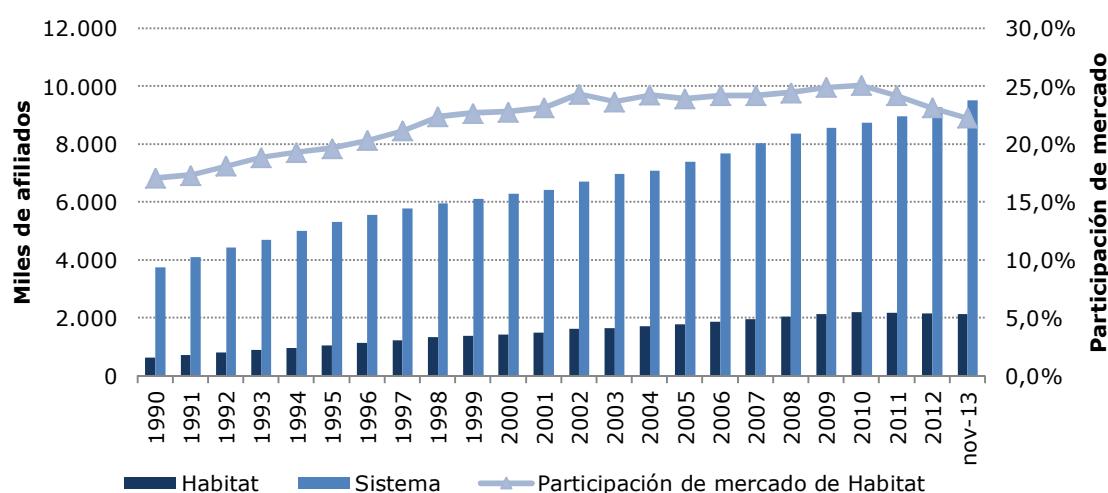
La ley establece que cada trabajador debe cotizar por el 10% de su renta imponible, neto de seguros y comisiones. En el caso de Habitat el descuento se desglosa de la siguiente manera: 10% cotización

obligatoria para el fondo de pensión; 1,26% seguro de invalidez y sobrevivencia (a cargo del empleador) y 1,27% comisión AFP.

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 2013 Habitat tenía un total de 2.117.127 afiliados, lo que representaba el 22,2% del total del sistema. En términos de cotizantes, la AFP tenía 1.173.261 a la misma fecha, lo que representa un 23,5% del total, mientras que al 31 de enero de 2014 los activos previsionales de sus afiliados administrados por la AFP llegaban a cerca de US\$ 40.986 millones⁵, un 26,13% del total que mantienen todas las AFP.

Evolución de afiliados y participación de mercado



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\$ 156.795 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 Plan Vital operación que comienza en agosto de 2014.

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

⁵ Tipo de cambio utilizado: \$547,22 por dólar al 31/01/2014.

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 2010-2013 ha aportado un 52,7% 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)

Millones de \$ de cada período	Red Salud : Estado de Resultados Consolidado				
	PCGA		IFRS		
	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	98.898	107.278	134.477	163.811	192.426
Costos de explotación	-72.382	-78.403	-105.363	-129.112	-150.597
Gastos de administración y ventas	-17.929	-21.023	-24.356	-25.514	-28.624
Resultado operacional	8.587	7.852	5.691	9.185	13.205
Gastos financieros	-1.376	-1.360	-3.630	-7.044	-7.024
Utilidad	7.360	6.211	1.342	2.362	3.794
EBITDA	12.637	11.799	11.764	16.532	21.545

Red Salud : Balance General Consolidado PCGA			Red Salud : Balance General Consolidado IFRS		
Millones de \$ de cada período	2009	2010	Millones de \$ de cada período	2011	2012
Activo circulante	38.310	43.204	Activos corrientes	47.177	77.300
Activo fijo	103.536	145.236	Efectivo y equivalentes a efectivo	7.239	28.447
Otros activos	3.847	14.998	Activos no corrientes	199.650	212.956
Total activos	145.693	203.438	Total activos	246.827	290.257
Pasivo circulante	18.949	39.276	Pasivos corrientes	45.733	47.667
Pasivo largo plazo	28.505	58.771	Pasivos no corrientes	87.250	126.889
Interés minoritario	2.079	2.091	Total pasivos	132.983	174.555
Patrimonio	96.160	103.299	Patrimonio	113.844	115.701
Total pasivos y patrimonio	145.693	203.438	Total pasivos y patrimonio	246.827	290.256
Deuda financiera	28.108	58.027	Deuda financiera	90.083	126.317

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 coligados de Red Salud son las siguientes:

Nombre	Participación Red Salud
Megasalud S.A.	99,99%
Clínica Bicentenario S.A.	99,99%
Servicio Médica Tabancura S.A.	99,99%
Inmobiliaria Clínica S.A.	99,99%
Clínica Avansalud S.A.	99,99%
Clínica Iquique S.A.	52,15%
Oncored S.p.A.	100,00%
Administradora Clínicas Regionales 2	50,00%
ATESA	50,00%
Hospital Clínico de Viña del Mar	12,73%

Megasalud es una red de prestadores médicos (35 especialidades) y dentales ambulatorias (20 especialidades) que cubre todo Chile a través de 35 centros médicos (quince en la Región Metropolitana) y un laboratorio clínico, con más de 2.600 profesionales del rubro y cerca de 6,9 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 103 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 Fonasa⁶, y la de ingresos, puesto que en 2013 Megasalud generó en torno a un 44,3% de éstos, y el 55,7% 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.

⁶ 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)

Millones de \$ de cada período	Consalud S.A.: Estado de Resultados Consolidado PCGA					IFRS 2012	2013
	2009	2010	2011	2012	2013		
Ingresos totales	206.381	219.174	244.615	275.380	312.320		
Costo de ventas	-176.291	-182.787	-197.815	-228.727	-266.407		
Ganancia bruta	30.090	36.387	46.800	46.653	45.913		
Gastos de administración	-25.981	-29.512	-32.639	-36.450	-41.164		
Resultado operacional	4.109	6.874	13.668	11.957	7.070		
Ganancia	5.040	6.531	12.831	10.310	8.000		

Consalud S.A.: Balance General Consolidado PCGA		
Millones de \$ de cada período	2009	2010
Activo circulante	18.640	21.829
Activo fijo	15.595	17.453
Otros activos	8.357	13.157
Total activos	42.592	52.439
Pasivo circulante	22.686	29.651
Pasivo largo plazo	6.002	4.822
Patrimonio	13.904	17.965
Total pasivos y patrimonio	42.592	52.439
Deuda financiera	2.276	2.064

Consalud S.A.: Balance General IFRS			
Millones de \$ de cada período	2011	2012	2013
Activos corrientes	33.480	36.680	33.140
Efectivo y equivalentes a efectivo	17.713	20.785	12.680
Activos no corrientes	46.560	55.331	58.759
Total activos	80.041	92.011	91.899
Pasivos corrientes	58.855	52.890	58.953
Pasivos no corrientes	7.536	11.022	5.679
Patrimonio	13.650	28.098	27.267
Patrimonio de controladores	13.650	28.098	27.267
Patrimonio de no controladores	-	-	-
Total pasivos y patrimonio	80.041	92.011	91.899
Deuda financiera	-	1.676	3.276

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 72,3) 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 octubre de 2013 Consalud tenía una participación de mercado de 21,6%, 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		
Millones de \$ de cada período	2009	2010	2011	Millones de \$ de cada período	2012	2013
Prima retenida neta	56.271	132.572	156.907	Prima directa	98.801	26.311
Prima directa	56.271	132.572	156.907	Prima aceptada	0	0
Ajuste otras reservas	-2.281	-4.902	4.962	Prima cedida	96	1
Costo de siniestros	-45.098	-91.669	-117.585	Prima retenida	98.705	25.488
Reaseguro no proporcional	-26	-58	-65	Costo siniestros	65.659	23.649
Gastos médicos	-131	-905	-1.057	Costo renta	0	0
Costo de administración	-598	-3.016	-3.411	R. Intermediación	930	1.297
Resultado operacional	8.137	32.022	39.752	Margen de contribución	30.811	63
Resultado de inversiones	259	2.750	3.739	Costo de administración	7.021	5.221
				Resultado de inversiones	3.224	2.923
Resultado del ejercicio	7.103	28.451	34.095	Resultado final	22.089	-1.461

Vida Cámara : Balance General Consolidado PCGA			Balance General IFRS			
Millones de \$ de cada período	2009	2010	Millones de \$ de cada período	2011	2012	2013
Inversiones	35.695	96.165	Inversiones financieras	106.521	90.850	61.238
Deudores por primas	19.846	24.753	Inversiones inmobiliarias	45	276	206
Deudores por reaseguro	59	34	Total cuentas de seguros	28.477	1.894	3.136
Otros activos	19	341	Ctas. por cobrar seguros	28.331	1.733	2.806
Activos	55.619	121.293	Participación reaseguro en reservas técnicas	146	161	330
Reservas técnicas	41.809	81.420	Total activos	142.309	94.183	68.557
Reservas previsionales	39.159	73.871	Reservas técnicas	98.772	64.692	48.793
Primas por pagar	80	190	Reservas rentas vitalicias	0	0	0
Oblig. Inst. sist. financ.	0	258	Deudas por operaciones reaseguros	87	231	924
Otros pasivos	1.013	5.143	Otros pasivos	9.455	2.093	4.000
Total pasivo exigible	42.902	87.011	Total pasivo	108.704	67.580	54.591
Patrimonio	12.716	34.282	Patrimonio	33.606	26.603	13.967
Pasivos y Patrimonio	55.619	121.293	Total pasivos y Patrimonio	142	94	69

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.

En septiembre de 2013, la empresa se adjudicó el contrato de administración de riesgos de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio, bajo la forma de un seguro colectivo en Perú. Vida Cámara se adjudicó, con una oferta de 1,21% de la remuneración asegurable, dos de las siete bandas en que fueron distribuidos los 5,5 millones de afiliados al sistema de pensiones de Perú.

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

CorpGroup Vida Chile S.A.

CorpGroup Vida Chile: Estado de Resultados Consolidado PCGA			
Millones de \$ de cada período	2009	2010	2011
Ingresos totales	253.230	477.376	412.957
Costo de ventas	-208.993	-360.160	-395.154
Margen Bruto	44.237	117.216	17.803
Gastos de administración	-17.689	-26.933	-29.707
Resultado operacional	26.548	90.283	-11.904
Ingresos financieros	29	139	193
Costos financieros	-1.083	-5.221	-5.095
Otros	-1.840	-10.346	-10.201
Utilidad del Ejercicio	21.422	69.655	-22.562

CorpGroup Vida Chile: Estado de Resultados Consolidado IFRS		
Millones de \$ de cada período	2012	2013
Resultado actividad no aseguradora	-7.295	-7.343
Actividad aseguradora	0	0
Ingresos netos por intereses y reajustes	203.476	193.420
Prima retenida	338.563	315.361
Ingresos explotación aseguradora	520.968	502.984
Costos explotación aseguradora	-483.628	-480.193
Costo de siniestro	-442.236	-440.377
Resultado aseguradora	15.995	-5.151
Resultado del ejercicio	8.700	-12.494

CorpGroup Vida Chile: Balance General Consolidado				CorpGroup Vida Chile: Estado de situación financiera IFRS		
Millones de \$ de cada período	2009	2010	2011	Millones de \$ de cada período	2012	2013
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	18.980	52.036	22.689	Activos actividad no aseguradora	93	74
Cuentas por cobrar	179.126	194.134	238.716	Inversiones financieras	3.358.615	3.457.398
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	17.348	38.539	29.604	Inversiones inmobiliarias y similares	431.233	523.157
Otros activos financieros	2.770.399	2.960.619	3.218.551	Créditos y cuentas por cobrar a clientes	14.812	15.358
Otros activos	11.939	29.629	28.411	Deudores por reaseguros	41.671	40.929
Activos Fijos	175.503	188.830	214.664	Activos servicios aseguradora	4.083.720	4.256.101
Total Activos	3.173.299	3.463.791	3.752.640	Total Activos	4.083.813	4.256.176
Cuentas para pagar a entidades relacionadas	-	2.306	2.310	Pasivos actividad no aseguradora	115.210.151	122.535
Cuentas por pagar	2.871.219	3.067.982	3.347.037	Reservas seguros previsionales	3.506.802	3.722.847
Otros pasivos financieros	129.163	145.384	192.742	Reservas no previsionales	127.641	139.391
Otros pasivos no financieros	11.099	13.480	7.486	Total pasivos actividad aseguradora	3.748.580	3.928.130
Pasivos	3.011.482	3.229.154	3.549.578	Total Pasivos	3.863.790	4.050.665
Patrimonio	161.817	234.636	203.061	Total Patrimonio	220.023	205.511
Total Pasivos	3.173.299	3.463.791	3.752.640	Total Pasivos y Patrimonio	4.083.813	4.256.176

El 18 de noviembre de 2013, **ILC** adquirió 67% de las acciones de CorpGroup Vida Chile –matriz de las empresas CorpVida y CorpSeguros– por un precio de \$ 87.250 millones. ILC, en forma indirecta, mantendrá un 48% de la propiedad de CorpSeguros, compañía enfocada exclusivamente en el negocio de rentas vitalicias, y un 67% de CorpVida, enfocada en seguros de vida, rentas vitalicias y ahorros previsionales.

La aseguradora mantiene obligaciones financieras por \$173.382 millones (US\$ 332 millones) compuestas en un 63% por la emisión de bonos de la compañía (\$109.393 millones) y en un 37% por préstamos bancarios de corto plazo (\$63.989 millones). Los mayores vencimientos se generan entre 2014 y 2017 por alrededor de \$ 12.000 millones. La matriz pretende que dichas obligaciones se pague con los recursos propios que generen las compañías de seguros.

En la eventualidad que CorpSeguros o CorpVida no registren utilidad las empresas aún disponen de utilidades no distribuidas por \$ 66.000 millones que podrían ser retiradas, manteniendo holgura en el cumplimiento de los covenants, incluso considerando la TSA (Test de Suficiencia de Activos).

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 \$57.978 millones.

Comparación de utilidades, dividendos percibidos y obligaciones por bonos

En el periodo 2010 a diciembre de 2013, las utilidades de la matriz han promediado \$129.753 millones anuales, mientras que los dividendos percibidos por la matriz, entre 2010 y 2013, promedian los \$69.092 millones, lo que representa, en promedio, un 53,25% de las utilidades.

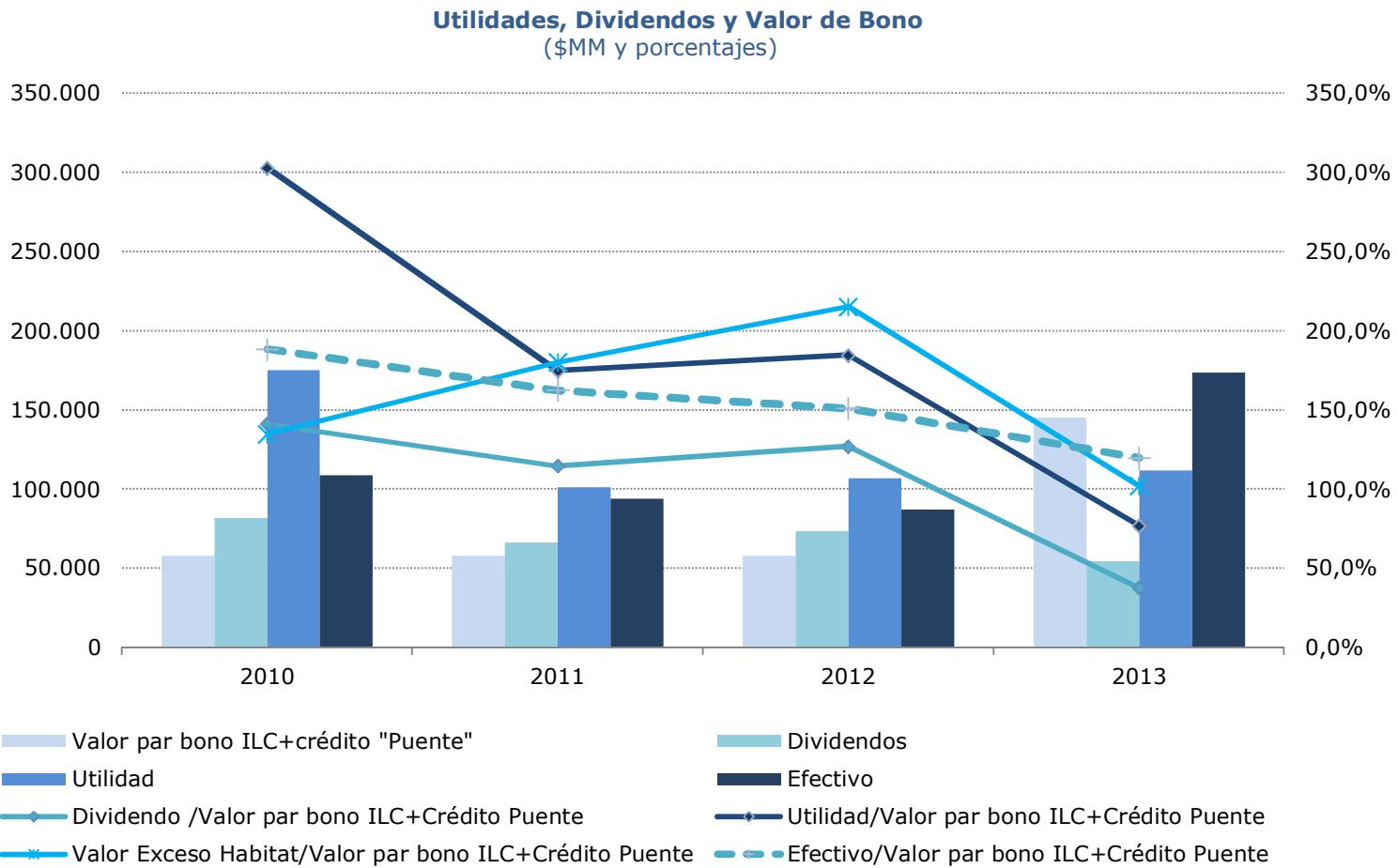
Este nivel de dividendos percibidos por la matriz serían más que suficientes para pagar, en un año, las obligaciones por concepto de bonos que enfrenta directamente **ILC**. No sucede lo mismo, si se suman a estos pasivos el crédito "Puente" utilizado para la compra de CorpGroup Vida Chile; en este caso los dividendos pueden cubrir en un 52%⁷ el total de esta nueva deuda.

Mientras que las utilidades promedio generadas por **ILC**, desde 2010 a diciembre de 2013, permiten pagar el 89% del valor par del bono sumado al crédito "Puente". No obstante, dicho porcentaje se incrementa en la medida que se incrementa el reparto de utilidades (siempre que sea compatible con las obligaciones y planes de inversión de las filiales)

A su vez, el promedio de lo que la empresa ha mantenido como efectivo y equivalentes a este, desde 2010 a la fecha ha promediado los \$116.073 millones, lo que le permiten hacer frente en un 79% el valor de ambas obligaciones financieras directas de **ILC**. Tomando como referencia el último valor disponible, este porcentaje es de 119%.

Por otro lado, si se valoriza a precio de mercado las acciones en exceso que mantiene la matriz en Habitat (todo lo que excede el 50,1% para mantener el control), este monto, por sí sólo, supera la suma entre el valor par del bono y el crédito "Puente".

⁷Al promedio de los dividendos recibidos por **ILC**, se le agregó el promedio de las utilidades generadas por CorpGroup Vida Chile desde 2010 a la fecha, las que se ponderaron por la participación de esta última en la matriz.



Evolución del endeudamiento y la liquidez

A diciembre de 2013 la deuda financiera consolidada de **ILC** alcanzó los \$448.229 millones. Esto por la consolidación de los bonos emitidos por CorpGroup Vida Chile en 2009, sumado a deuda contraída para la adquisición de este último, la empresa tomó un crédito "Puente" para financiar la totalidad de la compra por \$87.250 millones.

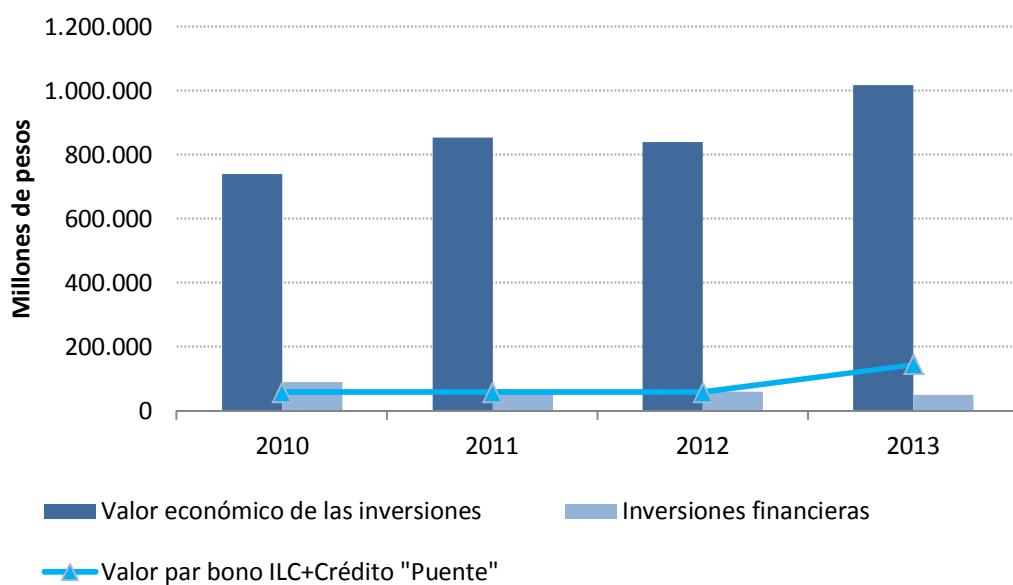
En términos individuales, la solvencia de cada filial se considera adecuada y por tanto que ellas son capaces de asumir el pago, con sus propios flujos, de dichos compromisos (Red Salud, Vida Cámara y CorpGroup Vida Chile son clasificados por **Humphreys** en categorías A, A+ y A+, respectivamente). 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.

La mayor parte de las obligaciones de la matriz se mantienen en el largo plazo. En términos consolidados, a diciembre de 2013, la mayor porción de la deuda financiera del grupo (un 38,7% del total) está en manos de CorpGroup Vida Chile por \$173.382 millones que corresponde a la suma de la emisión de bonos señalada anteriormente y a préstamos bancarios. **ILC**, individualmente, mantiene obligaciones financieras por \$145.953 millones por los bonos emitidos en 2011, sumado al préstamo bancario para la adquisición de su reciente filial (un 32,6% del total de la deuda financiera). Red Salud, por su parte, totaliza un monto de \$ 121.127 millones de deuda financiera (un 27% del total), esto es por bonos emitidos y por arrendamientos

financieros. El resto de las filiales del grupo presenta deudas financieras muy acotadas. Por ejemplo AFP Habitat tiene obligaciones por \$ 287 millones, Vida Cámara por \$816 millones y Consalud por \$3.276 millones.

A continuación, se muestra la evolución de la valorización económica de los activos del grupo (US\$ 1.896⁸ millones), como de las inversiones financieras que mantiene la empresa, ambos montos relacionadas con el valor par del bono de **ILC** agregando, para 2013, el valor total del crédito "Puente".

Evolución valor económico inversiones, inversiones financieras y valor par del bono de ILC más crédito "Puente"
(\$MM)



Liquidez de respaldo

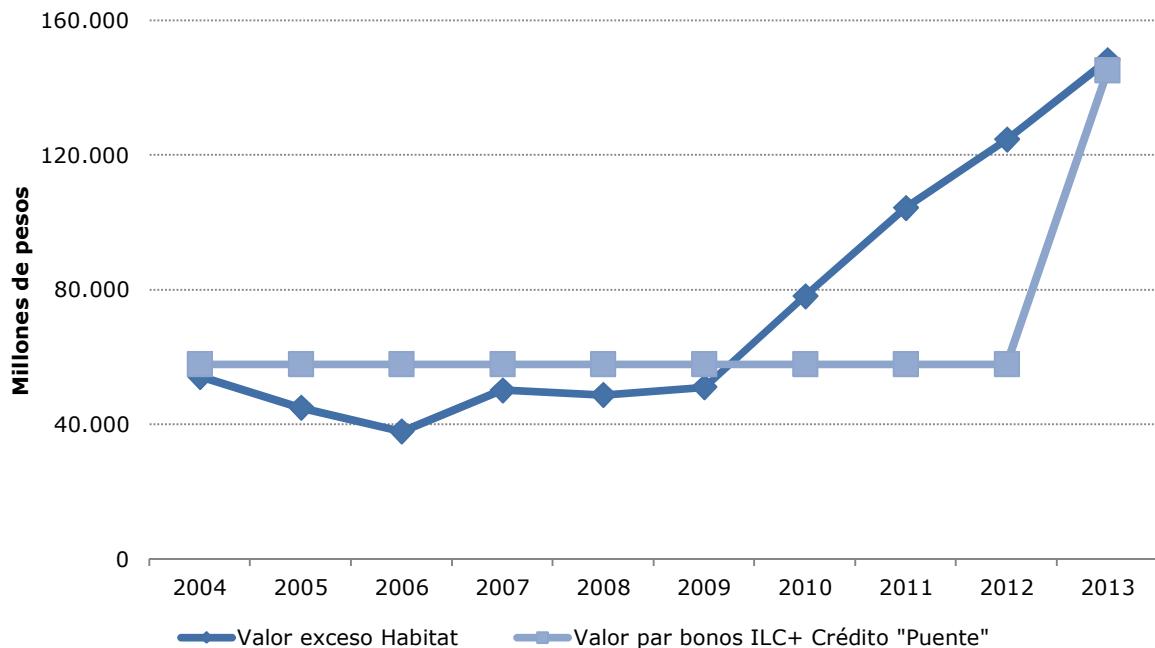
Como se dijo más arriba, **ILC** posee una participación accionaria de Habitat superior a la requerida para asegurar su control. En promedio, a 2013 este exceso de propiedad podía ser valorizado en un poco más de US\$ 279 millones (\$148.231 millones), por lo que en un caso extremo e hipotético, donde 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, sumando el crédito "Puente"⁹.

⁸ Considerando un precio promedio en los últimos 12 meses de la acción de Habitat de \$847,6, el dólar de cierre de diciembre de 2013 (\$524,61/US\$). Para el valor económico de las empresas sin cotización en bolsa se multiplica por diez veces la utilidad acumulada a diciembre de 2013 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.

⁹ Bajo ningún aspecto se pretende decir que para cumplir con sus obligaciones el emisor requiere entregar en garantía o enajenar acciones de Habitat. El análisis es una situación hipotética que tiene como único propósito valorizar la fortaleza de **ILC**.

Evolución valor de las acciones en exceso de Habitat

(\$MM)



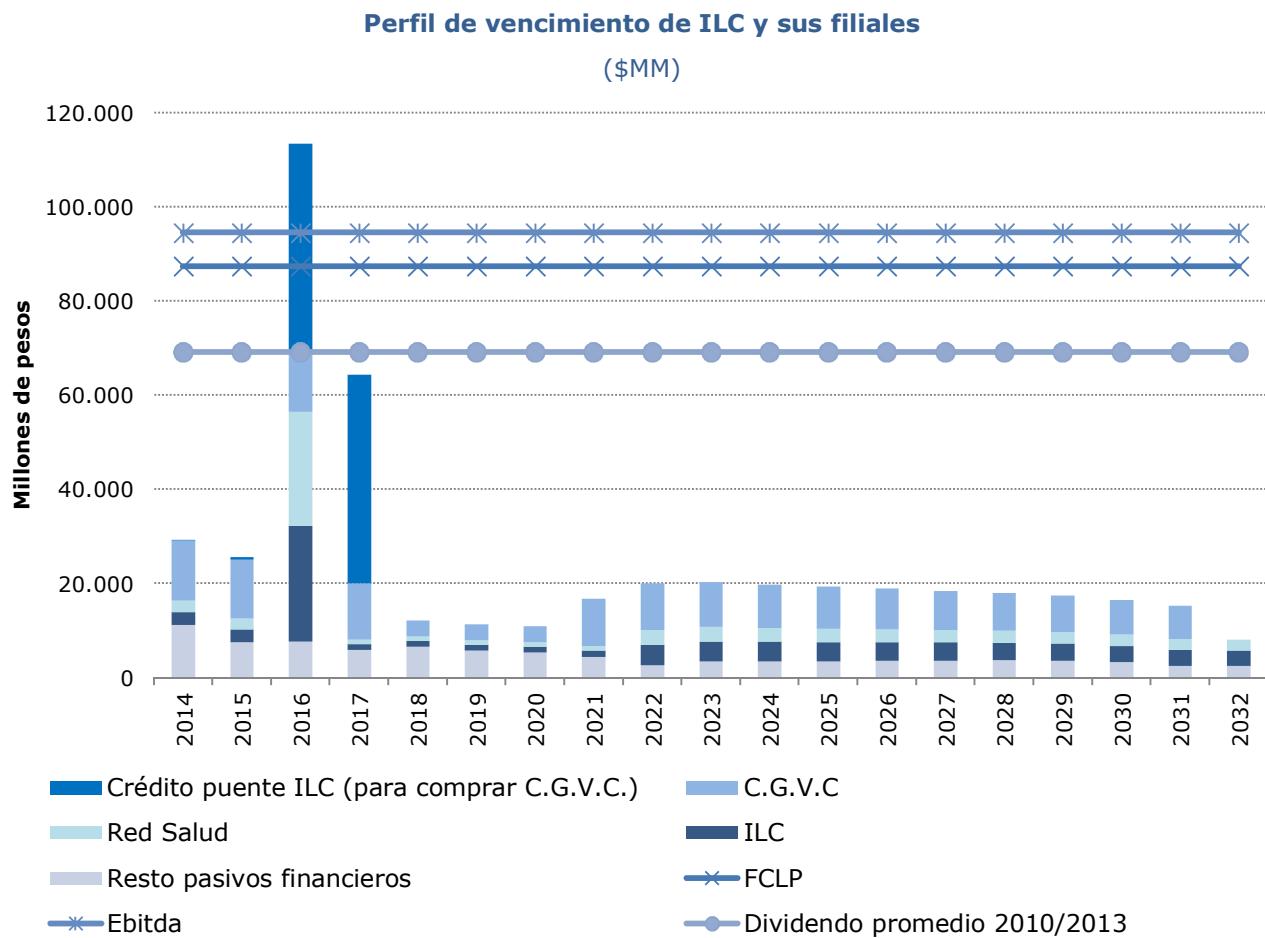
Perfil de vencimientos

Como se muestra en el gráfico siguiente, **ILC** presenta un adecuado perfil de vencimientos. Lo anterior ocurre incluyendo las obligaciones contraídas por la compra de CorpGroup Vida (crédito "Puente") y los vencimientos intrínsecos de esta nueva filial de ILC.

No obstante, a objeto de considerar solo los flujos efectivamente recibidos por la matriz, se han considerado los dividendos promedio percibidos en el período 2010-2013, que alcanzan los \$69.092 millones, siendo capaz de afrontar los vencimientos.

Pero en 2016, el vencimiento es superior a los dividendos recibidos y al EBITDA generado. Pero cabe señalar que la empresa cuenta con las adecuadas posibilidades de refinanciamiento o reestructuración de la deuda para hacer frente a esta responsabilidad futura. Además, para el resto de los años considerados posee importantes holguras frente al FCLP.¹⁰

¹⁰ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.



"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 2013:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	12/07/2011 – Nº671	12/07/2011 – Nº 672
Monto máximo ¹¹	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 2013
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1 vez	0,38 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 98,4% de los ingresos proviene de los segmentos salud y previsional.

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.

¹¹ 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.