



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Verónica Vargas M.

Tel. (56-2) 433 5200

veronica.vargas@humphreys.cl

Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A.

Marzo 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	Categoría AA+ Estable
Otros Instrumentos:	No hay
EEFF base	Diciembre de 2011

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A Serie B Línea de bonos Serie C	Nº 671 de 12.07.11 Primera emisión Primera emisión Nº 672 de 12.07.11 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS		
M\$	2010	2011
Ingresos de actividades ordinarias	545.824.436	666.539.156
Costo de ventas	-364.467.858	-425.722.830
Total gastos de administración	-91.407.342	-115.350.284
Resultado operacional	98.400.444	125.517.815
Ingresos financieros	26.655.600	9.471.580
Costos financieros	-7.790.851	-11.681.756
Ganancia	175.363.901	101.251.713
Ebitda	105.737.791	134.425.817

Balance General Consolidado IFRS		
M\$	31-12-2010	31-12-2011
Activos corrientes	335.354.689	336.778.744
Efectivo y equivalentes a efectivo	109.050.042	94.043.237
Activos no corrientes	627.293.902	667.819.984
Total activos	962.648.591	1.004.598.728
Pasivos Corrientes	232.829.736	131.031.330
Pasivos no corrientes	206.666.225	296.694.602
Patrimonio	523.152.630	576.872.796
Patrimonio de controladores	396.293.830	433.514.667
Patrimonio de no controladores	126.858.800	143.358.129
Pasivos y patrimonio	962.648.591	1.004.598.728
Deuda Financiera	214.596.980	172.102.001

Fundamento de la clasificación

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

Las empresas que conforman el grupo **ILC** son las filiales Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A. (“Habitat”), Isapre Consalud S.A. (“Consalud”), Red Salud S.A. (“Red Salud”, clínicas y centros médicos), Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A. (“Vida Cámara”), Desarrollos Educativos S.A. (“Desarrollos Educativos”; Colegios Pumahue, Manquecura y Nahuelcura), e iConstruye S.A. (“iConstruye”, portal de servicios a la construcción). **ILC** además administra un conjunto de inversiones financieras líquidas e inmobiliarias.

En 2011 **ILC** generó ingresos consolidados por \$ 666.439 millones (US\$ 1.284 millones¹) y un EBITDA de \$ 134.426 millones (US\$ 259 millones). Al 31 de diciembre de 2011 la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$ 172.102 millones (US\$ 331 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 576.873 (US\$ 1.111 millones). Al cierre de 2011, **ILC** administraba inversiones financieras líquidas por \$ 63.970 millones (US\$ 123 millones).

En los últimos seis años el emisor ha percibido en promedio \$ 35.952 millones por concepto de dividendos provenientes de sus filiales, de los cuales aproximadamente el 40% provino de Habitat, aunque sus aportes han aumentado en los últimos años, llegando a \$ 48.000 millones derivados de la utilidad 2010 y del aumento de participación en esta filial a comienzos de tal año.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **ILC** en “*Categoría AA+*” se ha considerado el elevado flujo de dividendos que percibe desde sus filiales y el alto valor económico de sus inversiones productivas, ambas en relación con su deuda financiera proyectada luego de la colocación de los bonos. En efecto, en el período 2005-2011, el emisor ha recibido dividendos anuales por US\$ 76 millones en promedio y sólo sus acciones de Habitat presentan una valorización, según precio bolsa al cierre de marzo de 2012 de cerca de US\$ 902 millones, siendo de 8,4 veces el valor de la deuda financiera individual de **ILC** post-colocación de bonos.

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 buen rendimiento operacional, y viables económicamente. Asimismo, se valora la diversidad de rubros –si bien específicos por estatutos de la sociedad en salud, previsional y otros- en los que las filiales desarrollan sus actividades, lo que atenúa los riesgos que puedan materializarse en alguna de ellas y que pudieran impactar el pago de dividendos.

Adicionalmente, se ha considerado positivamente la existencia y consistencia de una política financiera conservadora, lo que se manifiesta en primer lugar a través del bajo endeudamiento financiero que históricamente ha tenido la empresa, siendo el endeudamiento actual una excepción motivada por un hecho

¹ Considerando el dólar de cierre de 2011: \$ 519,20/US\$.

en particular (transacción de acciones de Habitat). En segundo lugar, el perfil conservador de la entidad queda de manifiesto al observar en todos sus balances generales el elevado nivel de sus inversiones financieras, situación que sustenta la sólida liquidez que el emisor ha mantenido a través del tiempo.

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 el pago de sus compromisos, los que pueden ser afectados por situaciones contables o eventos adversos, aunque se reconoce la baja probabilidad de ocurrencia simultánea de este tipo de situaciones en todas sus filiales. Por lo demás, el alto monto de sus 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 continúe reflejando en sus balances una elevada liquidez en relación con las obligaciones asumidas.

Hechos recientes

El 29 de abril de 2011, la filial Empresas Red Salud S.A. adquirió el 10,98% de las acciones de la sociedad Hospital Clínico Viña del Mar S.A., con una inversión de \$ 606 millones.

El 06 de mayo de 2011, la filial Empresas Red Salud S.A. acordó aumentar a 2.284.600.000 el número de acciones emitidas, mediante la entrega de 100.000 acciones de una nueva emisión por cada acción que posean los actuales accionistas de la sociedad (las que ya no tendrían valor). Una vez hecho el canje, se acordó aumentar el capital social a \$ 70.600 millones, mediante la emisión de 715.400.000 acciones. Con todo lo anterior, la participación de **ILC** en Empresas Red Salud SA, pasó de 90% a 80,82%. El 09 de mayo se concreta esto.

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.

El 28 de julio de 2011, la sociedad realizó la primera colocación de bonos con el siguiente detalle: a) Bonos de la Serie A por un total de \$21.800 millones con vencimiento el 15 de junio de 2016, con una tasa de colocación de 6,79%; b) Bonos de la Serie C por un total de 1.500.000 UF con vencimiento el 15 de junio de 2032, con una tasa de colocación de 3,86%.

El 21 de diciembre de 2011, la filial Empresas Red Salud SA, inscribió dos líneas de bonos, una a diez y otra a 30 años, por un monto de hasta UF 2.000.000 cada una.

Ese mismo día, el controlador Cámara Chilena de la Construcción AG, adquirió el 1,8% del total de acciones emitidas por Servicio Médico de la Cámara Chilena de la Construcción.

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.

Oportunidades y fortalezas

Elevado nivel de dividendos recibidos: Considerando el nivel de utilidades de los últimos cinco años, los dividendos recibidos de la empresa podrían fluctuar entre US\$ 137 millones -si las filiales reparten el 100% de las utilidades- y US\$ 41 millones si sólo se reparte el 30%² de ellas. Estas cifras se contrastan adecuadamente con un pasivo financiero de aproximadamente US\$ 107 millones, que corresponde al bono emitido³. Es más, si Habitat -sociedad con bajas necesidades de inversión- distribuye como dividendos el total de su utilidad de 2011, los ingresos por este concepto para **ILC** representarían el 75% del valor total de los bonos, y si se considera el período 2007-2011, el promedio de las utilidades de Habitat cubre el 65% del valor del bono.

Elevado valor económico de inversiones productivas: Si para determinar el valor económico de Habitat se considera su precio en bolsa, y para el resto de las filiales y coligadas se asume una relación de 10 veces su utilidad (mucho menor que las acciones IPSA), se obtiene que el endeudamiento representaría sólo el 18% del valor de sus activos (US\$ 1.945⁴ millones), excluyendo las inversiones de carácter netamente financiero. Esta situación entrega una fuerte flexibilidad financiera al emisor, incluso en períodos de crisis, por cuanto le permite captar recursos mediante la enajenación de acciones o acceder a endeudamiento vía constitución de prendas.

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

Bajo riesgo y adecuada solvencia de las filiales: La actividad de las filiales de **ILC** se enmarca dentro de sectores de la economía ligados a la seguridad social (Habitat y Vida Cámara), la salud (Red Salud y Consalud) y la educación (Desarrollos Educativos), todos rubros que cubren necesidades básicas de la

² Ver Anexo 2 con valores usados para el cálculo.

³ Considerando UF al 31 de marzo 2012: 22.533,51.

⁴ Considerando un precio de la acción de Habitat de \$694, el dólar de cierre de marzo de 2012 (\$487,44/US\$). Para el valor económico de las empresas sin cotización en bolsa se multiplica por diez veces la utilidad de 2011 y se multiplica por el porcentaje de propiedad que le corresponde a **ILC**, para obtener el valor económico aproximado que le corresponde.

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 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 Educativos y Red Salud requieren de recursos para el desarrollo de infraestructura, pero ellos han sido obtenidos de manera autónoma, los que además son pagaderos con los flujos de caja operacionales de cada negocio, en ambos casos positivos.

Diversificación de inversiones: Las filiales de **ILC** están repartidas en distintos sectores, especificados por estatutos de la sociedad en salud, previsional y otros, lo que implica que posee una base de inversiones relativamente diversificada, que permite prever que, en caso de contingencias que afecten el flujo de dividendos de una de ellas, el resto continuará pagando con normalidad el reparto de utilidades correspondientes a cada una.

Respaldo de portafolio de inversiones financieras: En el pasado, parte de los dividendos recibidos por **ILC** desde sus filiales han sido destinados a un conjunto de inversiones financieras. En 2011 cerró con un total de \$ 64 mil millones y en los últimos cinco años éstas, en valor nominal, han finalizado con niveles superiores a los \$ 55 mil millones. A juicio de **Humphreys**, la consistencia observada, más allá de las variaciones que se puedan observar de un año a otro, ameritan considerar que se trata de una política de largo plazo.

Estructura financiera conservadora: La empresa tiene por política que cada filial se administre de manera autónoma, lo que implica que cada una de ellas debe asegurarse el financiamiento para sus proyectos y operaciones. Dicha política se manifiesta en que la empresa haya optado por no hacer uso de las inversiones 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 casos 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 marzo 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\$ 249 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.

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**, 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.

Posibilidad de cambios regulatorios: Las filiales más relevantes de **ILC** en términos de generación de utilidades y dividendos (Habitat, Vida Cámara y Consalud, y en menor medida Red Salud) 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 (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 CChC, entidad gremial sin fines de lucro a la que, en caso de necesidad de recursos de alguna de las filiales del emisor, le resultaría difícil reunir el capital necesario para un aporte de capital, considerando que sus socios aportan cuotas que están diseñadas para financiar la actividad gremial y social de la entidad, pero no eventuales aportes a las subsidiarias, en particular por la magnitud que podría alcanzar una operación así. Con todo, se reconoce la existencia de un *endowment* o conjunto de inversiones financieras por \$ 102.868 millones, que representan parte del patrimonio del gremio y cuyo objetivo es financiar necesidades de la misma CChC.

Antecedentes generales

Historia

Inversiones La Construcción fue creada en 1980 por la CChC como una sociedad de inversiones. Su primer negocio partió en 1981, con el inicio del sistema de administradoras de fondos previsionales en Chile y el nacimiento de Habitat, una de las primeras AFP aparecidas a su alero, continuando a la fecha con el mismo nombre y controlador.

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

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

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

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

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

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

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

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

El 23 de abril de 2009 **ILC** adquirió a RBS Holding de Negocios S.A. las acciones de RBS (Chile) Seguros de Vida S.A., la que posteriormente cambió su razón social a Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A. A la fecha esta empresa desarrolla su actividad en el rubro de prestación del SIS.

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

En 2011 **ILC** se inscribe en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros y realiza con éxito su primera emisión de bonos en el mercado.

Propiedad y administración

Accionistas

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

Sociedad	Número de acciones suscritas y pagadas	% de la propiedad
Cámara Chilena de la Construcción A.G.	32.099.127	86,68%
Mutual de Seguridad CChC	2.663.114	7,19%
Caja de Compensación Los Andes	1.253.935	3,39%
Corporación de Desarrollo Tecnológico	369.811	1,00%
Corporación de Capacitación de la Construcción	297.052	0,80%
Corporación Deportiva de La Construcción	50.000	0,14%
Ignacio Hurtado Echeñique S.A.	37.791	0,10%
Pedro Barros Orrego	34.027	0,09%
Raúl Varela Rodríguez	31.673	0,09%
Inversiones Centinela Limitada	25.000	0,07%
Aymara Olivares Bruce	18.000	0,05%
Vergara y Cia. Ltda.	10.900	0,03%
Total	36.890.430	100%

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

La CChC es dueña también de una filial denominada Administración de Inversiones La Construcción S.A., cuya finalidad es administrar el *endowment* o conjunto de inversiones financieras que representan parte del patrimonio del gremio y cuyo objetivo es financiar necesidades de la misma CChC. A la fecha, estas inversiones alcanzan \$102.868 millones.

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

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

Directorio y ejecutivos

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

Cargo	Nombre
Presidente	Gastón Escala A.
Vicepresidente	Lorenzo Constans G.
Director	Paulo Bezanilla S.
Director	Juan Enrique Etchegaray A.
Director	Edgar Bogolasky S.
Director	Francisco Vial B.
Director	Sergio Torretti C.
Director	José Miguel García E.
Director	Ítalo Ozzano C.
Gerente General	Pablo González F.

Filiales y coligadas

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

Empresa	Participación de ILC *
Hábitat	67,49%
Empresas Red Salud	80,82%
Isapre Consalud	99,99%
Vida Cámara	99,99%
Desarrollos Educativos	99,99%
iConstruye	32,95%

*Directa e indirecta.

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

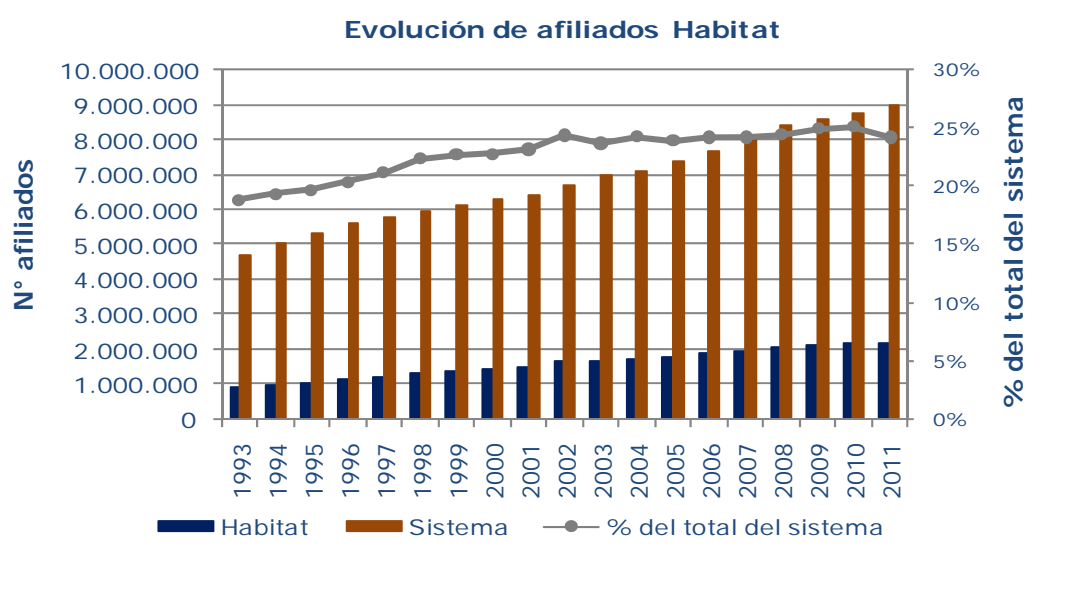
Estado de Resultados IFRS			
M\$	2009	2010	2011
Ingresos ordinarios	134.599.242	99.734.856	114.486.113
Rentabilidad del encaje	27.089.119	19.504.110	-1.846.210
Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia	-30.892.990	8.861.771	-817.075
Gastos de personal, depreciación y otros	-42.085.722	-39.896.864	-40.604.321
Resultado operacional	88.709.649	88.203.873	71.218.507
Ganancia	75.704.094	75.478.083	61.654.009
Ganancia neta de encaje	48.614.975	55.973.973	63.500.219

Balance IFRS			
M\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011
Activos corrientes	59.473.972	45.776.403	49.881.723
Activos no corrientes	166.538.396	193.523.017	198.728.164
Encaje	145.662.023	171.549.374	176.375.609
Total activos	226.012.368	239.299.420	248.609.887
Pasivos corrientes	55.282.930	30.284.691	22.291.645
Pasivos no corrientes	13.390.788	17.271.167	16.721.835
Total pasivos	68.673.718	47.555.858	39.013.480
Total patrimonio	157.338.650	191.743.562	209.596.407
Total pasivos y patrimonio	226.012.368	239.299.420	248.609.887

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 2011 Habitat tenía un total de 2.167.343 afiliados, lo que representaba el 24% del total del sistema. En términos de cotizantes, la AFP tenía 1.247.369 a la misma fecha, lo que representa un 25% del total, mientras que al 28 de febrero de 2011 los activos previsionales de sus afiliados administrados por la AFP llegaban a cerca de US\$ 35 mil millones, un 25,1% del total que mantienen todas las AFP.



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

El negocio principal de las AFP está constituido por la recaudación de las comisiones asociadas a las cotizaciones obligatorias, tarifas que son libremente fijadas por cada administradora. La reforma previsional de 2006 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 la AFP Modelo. Cabe mencionar que Habitat cobra la menor comisión a sus afiliados dentro del resto de las cinco AFP.

Además de las comisiones asociados 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. Éste corresponde a una reserva que las AFP deben constituir por el 1% de los activos administrados, cuyo objetivo es cubrir la rentabilidad mínima (fijada para cada fondo sobre el promedio de rentabilidad de ese tipo de fondo entre todas las AFP en los últimos 36 meses, menos un ajuste), y debe ser invertido en cuotas del fondos, con el objeto de alinear los incentivos de la AFP y las de sus afiliados. 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 los últimos seis años ha aportado un 40% del total de dividendos percibidos por el emisor, aunque dicha proporción está subestimada por la disminución de ganancias en 2008 producto de la crisis y porque actualmente **ILC** posee una mayor proporción de la propiedad de Habitat. Adicionalmente, por la naturaleza del negocio, es una empresa que no necesita endeudamiento financiero, cuyas inversiones son

bajas, y que por la escala alcanzada (con el número de cotizantes y concentración de la industria), sus utilidades presentarán una estabilidad bastante alta.

Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)

Estado de Resultados Consolidado			
M\$	2009 PCGA	2010 PCGA	2011 IFRS
Ingresos	98.898.266	107.278.000	133.939.121
Costos de explotación	-72.381.730	-78.402.895	-102.444.214
Gastos de administración y ventas	-17.929.283	-21.023.211	-27.254.747
Resultado operacional	8.587.253	7.851.894	4.240.160
Gastos financieros	-1.376.459	-1.360.320	-3.630.731
Utilidad	7.360.204	6.210.998	1.341.815
EBITDA	12.637.129	11.799.314	10.313.117

Balance General Consolidado			
M\$	31-12-2009 PCGA	31-12-2010 PCGA	31-12-2011 IFRS
Activo circulante	38.310.465	43.203.573	47.176.749
Activo fijo	103.536.052	145.236.147	165.537.345
Otros activos	3.846.518	14.997.942	30.466.088
Total activos	145.693.036	203.437.662	243.180.182
Pasivo circulante	18.949.114	39.276.455	45.733.201
Pasivo largo plazo	28.505.040	58.771.141	83.602.977
Interés minoritario	2.078.668	2.091.206	2.046.113
Patrimonio	96.160.213	103.298.860	111.797.891
Total pasivos y patrimonio	145.693.036	203.437.662	243.180.182
Deuda financiera	28.108.484	58.026.994	90.083.176

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 80,82% de ILC, en un 10,01% de la Mutua de Seguridad CChC y en un 9,17% de la Cámara Chilena de la Construcción. Las filiales, negocios conjuntos y coligadas de Red Salud son las siguientes:

Nombre	Participación Red Salud
Oncored S.p.A.	100,00%
Megasalud S.A. y filiales	99,99%
Clínica Bicentenario S.A.	99,99%
Clínica Avansalud S.A. y filial	99,99%
Servicios Médicos Tabancura S.A. y filial	99,99%
Inmobiliaria Clínica S.A.	99,99%
Clínica Iquique S.A	52,15%
Atesa S.A.	50,00%
Laboratorio de Neurofisiología Digital y Estudio del Sueño S.A.	50,00%
Inversiones Farmacéuticas AIR S.A.	40,91%
Administradora Clínicas Regionales Dos S.A.	40,00%
Administradora Clínicas Regionales S.A.	32,24%
Clínica Magallanes S.A.	29,52%
Clínica Elqui S.A.	15,41%

Megasalud es una red de prestadores médicos (35 especialidades) y dentales ambulatorias (20 especialidades) que cubre todo Chile a través de 34 centros médicos (trece en la Región Metropolitana) y un laboratorio clínico, con 2.300 profesionales del rubro y cerca de seis millones de prestaciones al año, constituyéndose con ello entre las principales red privada de su tipo en el país.

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

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

Administradora Clínicas Regionales S.A. es la controladora de un conjunto de clínicas en las regiones de Chile: Clínica La Portada (Antofagasta, 64,01% de la propiedad), Clínica Elqui (La Serena, 63,01%), Clínica Valparaíso (99,88%), Clínica Curicó (91,8%), Clínica Lircay (Talca, 84,16%), Hospital Clínico del Sur

(Concepción, 78,42%) y Clínica Puerto Montt (87,71%). Por su parte, Administradora Clínicas Regionales Dos S.A. es controladora Clínica Atacama (Copiapó, 51%), Clínica Rancagua (51%) y Hospital Clínico Universidad Mayor (Temuco, 62,17%), teniendo además participación en el Centro Médico Diagnóstico Atacama (Copiapó, 49%).

Inmobiliaria Clínica S.A. es la filial encargada de la compra de terrenos destinados a futuros proyectos del grupo. Oncored SA 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 de Santiago, además de una fuerte presencia en las principales ciudades del país, lo que sumado a la cobertura de Megasalud a través de Chile, transforman al grupo en el de mayor oferta de servicios privados de salud del país, además de la prestación de servicios a pacientes del sector público. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala, la diversificación geográfica de sus ingresos y una sólida posición competitiva dentro de su mercado. Además, se 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, lo que es consecuencia del aumento en el ingreso promedio y del envejecimiento de la población. Complementariamente, en la medida que los grupos socioeconómicos de menores ingresos alcancen una expansión en sus rentas, tendrán una mayor probabilidad de incorporarse al sistema de seguros privados de salud (Isapres) y por lo tanto de hacer uso de las redes privadas. Por otra parte, para el GES se ha establecido la política de que si una persona afiliada a Fonasa no logra ser atendida por ese sistema dentro de un plazo determinado, debe ser derivada a un recinto privado, lo que eleva las perspectivas de crecimiento de los privados.

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

También se han considerado entre los riesgos para Red Salud la concentración de los deudores, los que corresponden a las seis Isapres del sistema más Fonasa, y la de ingresos, puesto que en 2011 Megasalud generó en torno a un 65% de éstos, y el 35% restante corresponde al área hospitalaria (Tabancura, Avansalud y Bicentenario) 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.

Isapre Consalud S.A. (Consalud)

Estado de Resultados Consolidado PCGA			
M\$	2009	2010	2011 ⁵
Ingresos totales	206.381.321	219.173.755	248.798.048
Costo de ventas	-176.290.973	-182.787.215	-202.478.123
Margen bruto	30.090.348	36.386.540	46.319.925
Gastos de administración	-25.981.055	-29.512.181	-32.989.416
Resultado operacional	4.109.293	6.874.359	13.330.509
Utilidad del ejercicio	5.040.428	6.531.378	12.105.165

Balance General Consolidado PCGA			
M\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011 ⁶
Activo circulante	18.639.729	21.829.080	29.618.014
Activo fijo	15.595.300	17.452.743	16.866.943
Otros activos	8.356.971	13.156.726	18.701.020
Total activos	42.592.000	52.438.549	65.185.977
Pasivo circulante	22.685.916	29.651.014	36.282.656
Pasivo largo plazo	6.002.357	4.822.233	4.807.276
Patrimonio	13.903.727	17.965.302	24.096.045
Total pasivos y patrimonio	42.592.000	52.438.549	65.185.977
Deuda financiera	2.275.555	2.063.985	18.807

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) o un porcentaje mayor si así lo quisiera 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.

⁵ Fuente: Superintendencia de Salud.

⁶ Fuente: Superintendencia de Salud.

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)

Estado de Resultados Consolidado PCGA			
M\$	2009	2010	2011
Prima retenida neta	56.270.836	132.572.170	156.907.252
Prima directa	56.270.836	132.572.170	156.907.252
Ajuste otras reservas	-2.281.413	-4.901.734	4.962.292
Costo de siniestros	-45.097.947	-91.669.373	-117.585.265
Reaseguro no proporcional	-25.761	-58.337	-64.523
Gastos médicos	-130.765	-904.632	-1.056.646
Costo de administración	-597.958	-3.015.846	-3.410.685
Resultado operacional	8.136.992	32.022.248	39.752.425
Resultado de inversiones	259.117	2.750.303	3.739.490
Resultado del ejercicio	7.103.303	28.451.416	34.094.658

Balance General Consolidado PCGA			
M\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011
Inversiones	35.695.018	96.164.960	107.112.921
Deudores por primas	19.845.557	24.753.420	28.299.453
Deudores por reaseguro	58.579	33.950	31.388
Otros activos	19.388	340.966	577.300
Activos	55.618.542	121.293.296	136.021.062
Reservas técnicas	41.809.453	81.419.720	98.625.497
Reservas previsionales	39.159.206	73.870.944	95.805.919
Primas por pagar	79.676	190.318	86.532
Obligaciones con instrumentos del sistema financiero	0	257.718	267.790
Otros pasivos	1.013.219	5.143.477	2.888.781
Total pasivo exigible	42.902.348	87.011.233	101.868.600
Patrimonio	12.716.194	34.282.063	34.152.462
Pasivos y patrimonio	55.618.542	121.293.296	136.021.062

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

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

En 2009 Vida Cámara se adjudicó el 28% del SIS para el lapso 2009-2010, mientras que en mayo de 2010 logró ganar un 36% del SIS para el período 2010-2012. Esta situación le ha permitido aumentar su nivel de actividad, sus utilidades y los dividendos pagados a **ILC**. Entre los riesgos que enfrenta este negocio está el de no adjudicarse nuevos procesos de licitación del SIS que se desarrollen a futuro, lo que podría dejarla sin actividad. También está la posibilidad de cambios en las tendencias de morbilidad y mortalidad en la población que afecten el costo de operación. Adicionalmente, por participar en dos mercados regulados como son el de seguros y el previsional, podría verse enfrentada a cambios normativos que afecten su operación,

como nuevas formas de licitación del SIS, o requerimientos mayores de patrimonio, aunque en este último caso, con los resultados obtenidos en los últimos años, la compañía ha fortalecido su patrimonio.

Entre fines de 2011 y principios de 2012, la CChC decidió ampliar el ámbito de operaciones de Vida Cámara, para lo cual desarrolló un plan de crecimiento que incluyó el desarrollo de nuevos productos, principalmente orientados a mercado colectivos en vida y salud.

Desarrollos Educativos S.A.

Estado de Resultados Consolidado			
M\$	2009 PCGA	2010 PCGA	2011 IFRS
Ingresos	10.506.930	11.124.648	12.867.215
Costos de explotación	-3.901.104	-3.508.485	-3.943.562
Gastos de administración y ventas	-3.997.978	-5.191.002	-6.058.185
Resultado operacional	2.607.848	2.425.161	2.865.468
Resultado no operacional	-1.989.814	-1.985.858	2.406.458
Gastos financieros	-2.038.817	-1.985.858	-1.615.062
Utilidad	286.891	636.680	764.724
EBITDA	2.666.492	3.826.102	s.d.

Balance General Consolidado			
M\$	31-12-2009 PCGA	31-12-2010 PCGA	31-12-2011 IFRS
Activo circulante	7.651.774	8.040.648	6.767.062
Activo fijo	29.462.841	35.246.447	36.710.309
Otros activos	1.220.505	584.434	613.449
Total activos	38.335.120	43.871.529	44.090.820
Pasivo circulante	6.859.286	7.386.325	8.921.805
Pasivo largo plazo	19.293.440	23.449.733	22.813.350
Patrimonio	12.181.372	13.035.117	12.355.665
Total pasivos y patrimonio	38.335.120	43.871.529	44.090.820
Deuda financiera	20.131.097	24.278.531	25.699.360

Desarrollos Educativos fue fundada en 1999 y es la filial de **ILC** dedicada a la creación y administración de proyectos de educación, lo cual realiza a través de colegios subvencionados y particulares pagados situados a lo largo de todo Chile. En la actualidad posee seis colegios privados bajo el alero del nombre "Pumahue", ubicados en Chicureo, Peñalolén y Huechuraba (Región Metropolitana) 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 7.000 alumnos y sobre los 55 mil m² de superficie.

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

Los riesgos de este negocio están asociados al elevado nivel de inversión necesario para la apertura de nuevos colegios, debiendo por tanto recurrir al endeudamiento financiero para su financiamiento. A diciembre de 2010, la empresa alcanzaba una relación de deuda financiera sobre EBITDA de 6,4 veces, lo que constituye un nivel relativamente alto. Sin embargo, cabe destacar que para ingresos en torno a los \$ 11.100 millones en 2010, la empresa obtuvo un EBITDA cercano a los \$ 3.800 millones, con una tasa de 34% sobre ingresos. Debe señalarse también el bajo nivel de utilidades de la empresa, las que en 2011 alcanzaron a \$ 765 millones, lo que limita el reparto de dividendos hacia **ILC**. Debe considerarse, no obstante, que la deuda de esta filial está estructurada de manera acorde a su generación de flujos, teniendo un perfil conservador que le permite asumir sin problemas el pago de tales compromisos financieros.

iConstruye S.A. (iConstruye)

Estado de Resultados			
M\$	2009 PCGA	2010 PCGA	2011 IFRS
Ingresos	3.035.886	2.453.706	2.779.587
Costos de explotación	-1.766.362	-1.578.012	-1.841.311
Gastos de administración y ventas	-893.363	-743.371	-429.702
Resultado operacional	376.161	132.323	508.574
Resultado no operacional	131.476	-11.937	88.754
Gastos financieros	-8.099	-10.115	-15.749
Utilidad	426.686	117.694	512.167
EBITDA	465.220	251.508	s.d.

Balance General			
M\$	31-12-2009 PCGA	31-12-2010 PCGA	31-12-2011 IFRS
Activo circulante	3.314.335	2.841.939	2.523.236
Activo fijo	63.832	61.009	54.977
Otros activos	190.417	269.719	948.012
Total activos	3.568.584	3.172.667	3.526.225
Pasivo circulante	475.397	336.680	888.092
Pasivo largo plazo	55.354	27.031	6.328
Patrimonio	3.037.835	2.808.956	2.631.805
Total pasivos y patrimonio	3.568.584	3.172.667	3.526.225
Deuda financiera	3.314.335	2.841.939	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.

Por otra parte, en relación al resto de las filiales de **ILC**, si bien el nivel de utilidades de iConstruye es comparativamente menor se debe destacar el importante aumento del último año, pasando de \$ 118 millones (2010) a \$ 512 millones (2011).

Análisis financiero de Inversiones La Construcción

Inversiones financieras e inmobiliarias

Inversiones La Construcción, como una forma de financiar posibilidades de inversión y, eventualmente, como mecanismo de apoyo a sus filiales (aportes de capital, préstamos relacionados y otros), ha mantenido 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.

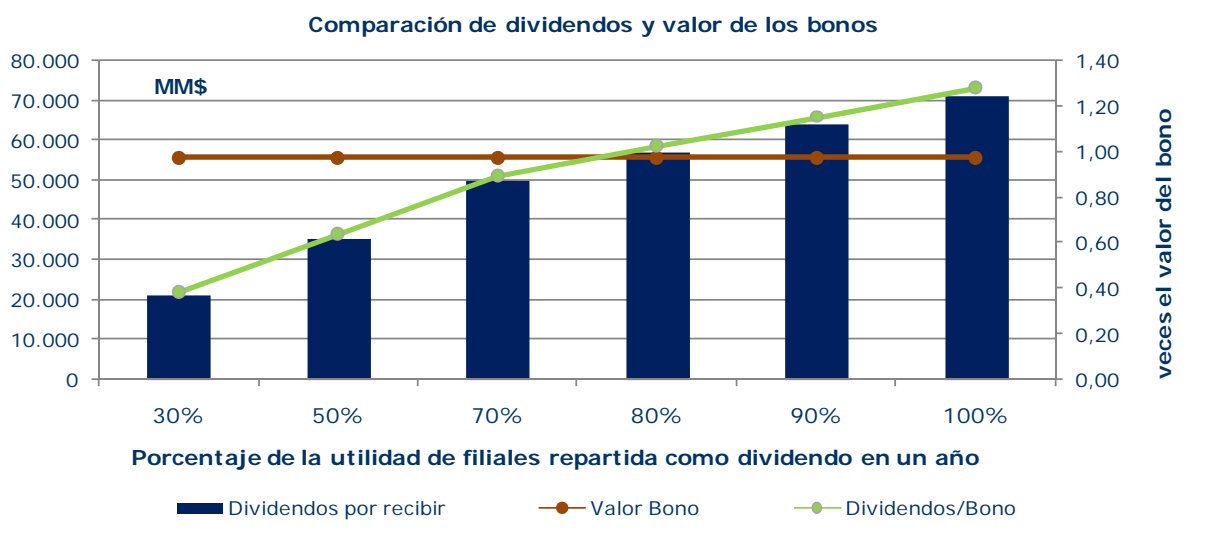
El grueso de las inversiones financieras se ha constituido históricamente con las utilidades repartidas por sus filiales, luego del pago, a su vez, de los dividendos a su matriz CChC. Al cierre de 2011, el total de inversiones llegaba a \$ 63.970 millones (US\$ 123 millones), invertidos en instrumentos de renta fija nacional (57%), instrumentos de renta variable nacional (17%), instrumentos de renta fija internacional (13%) e instrumentos de renta variable internacional (13%).

Adicionalmente la compañía mantiene activos inmobiliarios, correspondientes a 23.235 m2 valorizados en US\$ 31 millones, entre los que se cuentan edificios y terrenos destinados al negocio de arrendamiento.

Comparación de las utilidades y los dividendos percibidos

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

Para ello, se toma en cuenta el promedio de las utilidades de los últimos cinco años de cada filial (cuando existe información comparable, lo que en el caso de Red Salud, por ejemplo, sólo ocurre en 2009-2011), multiplicándolo por el porcentaje que mantiene **ILC** en la respectiva filial o coligada, comparándose a continuación los valores obtenidos con el monto emitido en bonos (\$55.600 millones⁷):



Mayor detalle sobre las cifras puede encontrarse en el Anexo 2 de este informe.

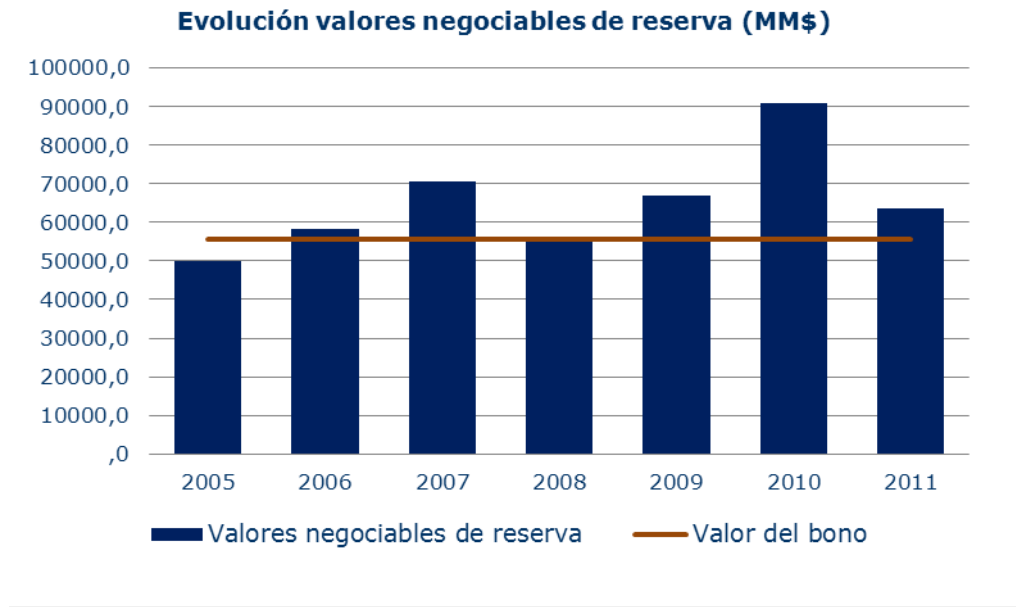
Evolución del endeudamiento y la liquidez

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

En términos consolidados, las filiales que utilizan deuda financiera son Desarrollos Educativos, 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 2011 su deuda financiera llegaba sólo a \$19 millones. Por su parte, tanto Habitat como Vida Cámara e iConstruye no tienen deuda financiera.

⁷ Considerando UF al 31 de Marzo 2011: 22.533,51.

La liquidez de **ILC** a nivel individual siempre ha sido elevada, por cuanto las inversiones financieras se mantienen todas como activos corrientes, por lo que el nulo endeudamiento financiero se traducía en muy altos indicadores de liquidez, de diez o más veces. Esto cambió en 2010 con la deuda bancaria adquirida para la toma de control de Habitat, dados los montos involucrados, esto es, más de 110 mil millones de endeudamiento financiero a plazo menor de un año, pero en 2011 se retom  la tendencia.



“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** el 12 de julio de 2011 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	12/07/2011 – Nº 671	12/07/2011 – Nº 672
Monto máximo ⁸	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 2011
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1 vez	0,3 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 Educativos)

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.

⁸ En ningún momento el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas podrá exceder el monto máximo de UF 2.500.000.

Anexo 2: Análisis de dividendos



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

