



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Empresas Red Salud S.A.

Clasificación de un nuevo Instrumento

ANALISTAS:
Paula Acuña L.
Carlos García B.
paula.acuna@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Agosto 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de junio 2021

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años.
Monto máximo	UF 2.000.000
Moneda de emisión	UF.
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de bonos que se emitan con cargo a esta línea serán destinados: i) el refinamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales, independiente de que estén expresados en moneda nacional o extranjera, y/o ii) al financiamiento del programa de inversiones y/o iii) a otros fines corporativos generales.
<i>Covenants</i> financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Nivel de endeudamiento no superior a 2 veces. - Activos libres de gravámenes por a lo menos 1,3 veces el monto insoluto total de la deuda financiera sin garantías mantenidas por el emisor.
Garantías	La emisión no contempla garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del emisor de acuerdo con los artículos 2.475 y 2.469 del Código Civil.

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Ingresos de activ. ordinarias	335.858.485	348.758.231	386.245.613	416.043.066	398.513.606	273.842.971
Costo de ventas	-257.926.528	-267.227.606	-289.768.455	-314.814.811	-319.830.794	-201.230.570
Ganancia bruta	77.931.958	81.530.625	96.477.158	101.228.255	78.682.812	72.612.347
Gastos de administración	-55.965.610	-63.124.311	-72.676.357	-76.500.876	-72.312.238	-41.416.320
Otras ganancias (pérdidas)	875.671	824.184	18.307.711	1.947.975	3.129.994	761.606
Costos financieros	-9.424.667	-8.967.361	-10.093.105	-10.387.028	-11.580.722	-5.422.279
Utilidad del ejercicio	9.147.392	4.923.103	21.103.392	7.754.723	-5.368.181	16.225.154
EBITDA	37.022.930	34.902.187	41.110.020	46.403.394	31.131.645	43.328.000

M\$ de cada año	Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Activos corrientes	100.466.166	115.570.207	111.036.093	114.451.992	161.052.430	156.940.557
Activos no corrientes	290.597.425	293.289.741	307.719.405	349.532.600	401.142.215	397.882.125
Total activos	391.063.591	408.859.948	418.755.498	463.984.592	562.194.645	563.822.682
Pasivos corrientes	96.974.234	109.664.603	111.547.290	143.408.496	135.432.101	168.951.619
Pasivos no corrientes	162.778.564	169.590.723	170.109.160	182.743.535	241.525.046	198.678.885
Patrimonio	131.310.793	129.604.622	137.099.048	137.832.561	185.237.498	196.192.178
Total patrimonio y pasivos	391.063.591	408.859.948	418.755.498	463.984.592	562.194.645	563.822.682
Deuda financiera	178.221.191	197.911.887	208.423.070	247.510.839	274.089.785	254.332.914

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Empresas Red Salud S.A. (RedSalud) es una sociedad *holding* constituida en 2008 que, mediante sus filiales, participa en actividades de prestaciones propias del área de la salud. A diciembre de 2020, está constituida por una red de 9 clínicas y 41 centros de atención médica y dental que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

La entidad es controlada por Inversiones La Construcción S.A. (ILC), firma que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Sus filiales más importantes son Centros Médicos y Dentales RedSalud (99,99%), Clínica RedSalud Vitacura (99,99%), Clínica RedSalud Providencia (99,99%), Clínica RedSalud Santiago (99,99%), Clínica RedSalud Iquique (92,20%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100%) y Red Oncosalud (100%).

A diciembre de 2020, **RedSalud** generó ingresos por \$398.514 millones y un EBITDA de \$31.132 millones. En diciembre de 2020, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$274.090¹ millones, con un patrimonio total consolidado de \$185.237 millones. A junio de 2021 los ingresos alcanzan un valor de \$273.843 millones y una deuda financiera consolidada de \$254.333 millones.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de una línea de bonos por parte de **RedSalud**, a 10 años, por un monto máximo de colocación de UF 2 millones. Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a esta línea se destinarán al refinamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales y/o al financiamiento del programa de inversiones y/o a otros fines corporativos generales del emisor.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **RedSalud** en “Categoría A” se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla el grupo de empresas que forman el *holding*, tanto de manera individual como agregada. En efecto, la actual estructura operativa permite la entrega de una extensa gama de servicios médicos –desde consultas médicas y dentales hasta intervenciones quirúrgicas de alta complejidad- accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones

¹ A diciembre 2020 las obligaciones por IFRS- 16 alcanzaron los \$ 23.940 millones.

entregadas y ubicación geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala, diversificación geográfica y una sólida posición competitiva.

La clasificación de riesgo se ve reforzada, además, por el hecho de que la sociedad se desenvuelve en un sector con auspiciosas expectativas de crecimiento de su demanda, tanto por el envejecimiento de la población como por el crecimiento esperado del ingreso *per cápita* en Chile, ambos factores claves en lo que respecta al gasto en consumo en salud. La penetración de los seguros de salud –obligatorios o voluntarios- también contribuirán al crecimiento de la demanda.

La categoría de riesgo asignada también reconoce que **RedSalud** es filial de ILC, sociedad con información pública y un elevado nivel de solvencia. Cabe señalar, que ILC es controlada por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

Dentro de los aspectos que se han incorporado como positivos, se incluye la experiencia y formación de los equipos directivos a nivel de filiales y de matriz. Asimismo, se considera un elemento favorable que el controlador de **RedSalud** participe desde sus orígenes en la mayoría de las empresas productivas, siendo un actor relevante en el negocio de seguros de salud (isapres), lo que le permite conocer a cabalidad este sector.

Por otra parte, a juicio de **Humphreys**, la cuantía de los activos fijos de propiedad de la sociedad –susceptibles de entregar en garantía o de operaciones de *leaseback*– facilitan su acceso al mercado del crédito y su flexibilidad financiera.

Otros elementos favorables incluidos en la evaluación son el buen posicionamiento de la marca, la amplitud de su mercado objetivo, las fortalezas propias de los centros médicos y dentales RedSalud y clínicas RedSalud Providencia y Vitacura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación) y el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **RedSalud**, en relación con su nivel de deuda individual, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas de la salud que transan en bolsa.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración por deudores, que en la práctica –dada la estructura de seguros de salud en Chile– corresponden a siete entidades, básicamente Isapres y Fonasa, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Más allá del estado financiero actual de estas entidades y las regulaciones existentes (respaldo de obligaciones), nada asegura que dicha situación se mantenga en el largo plazo (horizonte de tiempo de los bonos). Pese a esto, a juicio de **Humphreys**, este riesgo, en general, tiene baja probabilidad de manifestarse lo cual no inhibe su manifestación como lo han mostrado hechos en el pasado, además este riesgo es transversal a todos los participantes de la industria.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación se relaciona con la concentración de los ingresos y el EBITDA por establecimientos médicos. Aun cuando se reconoce que la concentración ha disminuido en el tiempo, algunas clínicas todavía representan un porcentaje relevante de las ventas del grupo.

La rápida obsolescencia de los equipamientos también fue analizada en la evaluación, pues genera inversiones recurrentes que presionan la caja de la compañía. Pese a lo anterior, la sociedad tiene la posibilidad de reubicación de los mismos (por su extensa red) y existen en el mercado posibilidades de financiamiento (*leasing*).

Es importante destacar que la clasificación de riesgo incorpora el hecho de que los niveles de deuda de la compañía están asociados, en gran parte, a activos en etapa de ejecución u operativos, pero cuya generación de flujo aún no alcanza su total consolidación. Dado lo anterior, la situación actual de **RedSalud** subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo, la que debiera incrementarse en los años venideros, una vez que la clínica RedSalud Santiago y la clínica RedSalud Vitacura alcancen todo su potencial. Además, se espera un mayor crecimiento en el EBITDA impulsado por nuevas inversiones en CMD (Centros médicos y dentales), tanto en equipamiento como en nuevos centros que iniciaron su operación en 2018-2019. Se espera que cuando estas

clínicas consoliden su capacidad de generación de flujo, los *ratios* de endeudamiento relativo a EBITDA se sitúen en valores en torno a las 3,9 veces.

A futuro, la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que la maduración y rentabilidad de las inversiones sean superiores y consistentes en el tiempo, respecto a lo que **Humphreys** ha asumido en su evaluación.

Producto de la crisis provocada por el Covid-19, la compañía disminuyó significativamente sus ingresos y su EBITDA, principalmente en el segundo trimestre de 2020, período que se correlaciona con la mayor severidad en la restricción de desplazamientos y operacionales tanto para la actividad ambulatoria y dental, así como también para la actividad quirúrgica, siendo abril el mes con una mayor contracción en su actividad. Previendo lo anterior, el emisor llevó a cabo un plan de reforzamiento de su liquidez para enfrentar el adverso entorno que, por los resultados, puede ser calificado como adecuado y prudente. Sin embargo, a partir de septiembre de 2020 ya se comienza a observar un repunte en la actividad del sector salud, en especial en el segmento ambulatorio, recuperación que se acentuó durante todos los meses de 2021 dada la reactivación de las operaciones electivas y las consultas médicas.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocios con elevadas sinergias entre sus distintas áreas operativas y amplia cobertura nacional.
- Buenas perspectivas en la demanda.

Fortalezas complementarias

- Negocio con estabilidad de márgenes.
- Pertener a la CChC (grupo que cuenta entre sus filiales a una Isapre y una compañía de seguros) y equipos profesionales con amplia experiencia en el rubro.
- Adecuado nivel de activos susceptibles de entregar en garantías.

Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marcas.

Riesgos considerados

- Importancia relativa de activos que aún no están consolidados, en términos de ingresos y niveles de inversión futuros (riesgo transitorio, en descenso y controlado dentro de lo posible).
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Concentración de ingresos y EBITDA por establecimiento médico (riesgo de menor impacto).
- Industria con un alto nivel de competencia.
- Rápida obsolescencia del equipamiento médico, que presiona la caja de la compañía por el nivel de inversiones requerido (riesgo de baja magnitud).

Hechos recientes

Enero-junio 2021

A junio de 2021, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$273.843 millones, lo que representó un aumento de un 61,8% respecto a igual período del año anterior. Este aumento está explicado por la mayor actividad de todos sus negocios, sin embargo, donde se observa mayor crecimiento es en el segmento de centros ambulatorios y dentales.

A junio de 2021, los costos de explotación alcanzaron los \$201.231 millones, lo que implicó un alza de 40,2% respecto a junio de 2020. Lo anterior produjo que la compañía tuviera una ganancia bruta que llegó a \$ 72.612 millones mostrando un crecimiento de 182,1%, generando un *ratio* margen bruto sobre ingresos de 26,5% (15,2% en junios de 2021).

A la misma fecha, el total de gastos de administración sumó \$41.416 millones lo que significó un aumento de 11,0% respecto al periodo anterior.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$43.328 millones, lo que implica un fuerte aumento respecto a los \$534 millones del mismo periodo del año anterior. Lo que refleja que durante el año 2021 ha habido una tendencia al aumento de la actividad tanto hospitalaria como centro de salud ambulatoria mostrando una recuperación respecto del año 2020 y de los periodos más duros de la pandemia.

La deuda financiera consolidada de **RedSalud** pasó de \$274.089 millones, en diciembre de 2020, a \$254.333 millones, en junio de 2021, lo que representa una disminución de 7,2%. El mayor endeudamiento del año 2020 se debe, principalmente, a que la compañía se había endeudado para proteger su liquidez y así pasar de una caja de \$4.761 millones en diciembre de 2019 a \$29.340 millones a septiembre de 2020. Cabe mencionar que en octubre de ese año la compañía realizó un aumento de capital por parte de la matriz (ILC) por \$15.000 millones, demostrando el compromiso de esta con **Red Salud**.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

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

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

“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 Comisión para el Mercado Financiero 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.”