



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas
Carlos García B.
José Manuel Elespuru P.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl
jose.elespuru@humphreys.cl

Empresas Red Salud S.A.

Marzo 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de Riesgo | |
|---|--|
| Tipo de Instrumento | Categoría |
| Líneas de bonos y bonos Tendencia EEFF base | A Estable 31 de diciembre de 2019 ¹ |

| Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda | |
|---|---|
| Línea de bonos a 10 años | Nº 697 de 21.12.2011 |
| Línea de bonos a 30 años Serie C (BREDS-C) | Nº 698 de 21.12.2011 Primera emisión |
| Línea de Bonos a 10 años Serie E (BREDS-E) | Nº 860 de 25.07.2017 Primera emisión |
| Línea de Bonos a 30 años Serie H (BREDS-H) Serie I (BREDS-I) Serie J (BREDS-J) | Nº 861 de 25.07.2017 Primera emisión Primera emisión Primera emisión |

| RedSalud: Estado de resultados consolidado IFRS | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| M\$ de cada año | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Ingresos totales | 281.388.517 | 335.858.485 | 348.758.231 | 386.245.613 | 416.043.066 |
| Costo de ventas | -220.178.687 | -257.926.528 | -267.227.606 | -289.768.455 | -312.022.982 |
| Margen bruto | 61.209.830 | 77.931.958 | 81.530.625 | 96.477.158 | 104.020.084 |
| Gastos de administración | -46.501.712 | -55.965.610 | -63.124.311 | -72.676.357 | -79.292.705 |
| Otras ganancias (pérdidas) | 949.212 | 875.671 | 824.184 | 18.307.711 | 1.947.975 |
| Resultado operacional² | 14.708.118 | 21.966.347 | 18.406.314 | 23.800.801 | 24.727.379 |
| Costos financieros | -9.691.409 | -9.424.667 | -8.967.361 | -10.093.105 | -10.387.028 |
| Utilidad del ejercicio | 3.811.401 | 9.147.392 | 4.923.103 | 21.103.392 | 7.754.723 |
| EBITDA | 28.180.178 | 37.022.930 | 34.902.187 | 41.110.020 | 46.403.394 |

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Resultado Operacional = Margen Bruto – Gastos de Administración.

| RedSalud: Balance general consolidado IFRS | | | | | |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------|
| M\$ de cada año | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Activos corrientes | 84.614.036 | 100.466.166 | 115.570.207 | 111.036.093 | 114.451.992 |
| Activos no corrientes | 300.874.666 | 290.597.425 | 293.289.741 | 307.719.405 | 349.532.600 |
| Total activos | 385.488.702 | 391.063.591 | 408.859.948 | 418.755.498 | 463.984.592 |
| Pasivos corrientes | 132.130.710 | 96.974.234 | 109.664.603 | 111.547.290 | 143.408.496 |
| Pasivos no corrientes | 130.411.246 | 162.778.564 | 169.590.723 | 170.109.160 | 182.743.535 |
| Pasivos totales | 262.541.956 | 259.752.798 | 279.255.326 | 281.656.450 | 326.152.031 |
| Patrimonio | 122.946.746 | 131.310.793 | 129.604.622 | 137.099.048 | 137.832.561 |
| Total pasivos y patrimonio | 385.488.702 | 391.063.591 | 408.859.948 | 418.755.498 | 463.984.592 |
| Deuda financiera | 145.491.215 | 178.221.191 | 197.911.887 | 208.423.070 | 247.510.839 ³ |

Opinión

Fundamento 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 2019, 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 Médico y Dental 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 septiembre de 2019, **RedSalud** generó ingresos por \$315.663 millones (US\$ 433,4 millones⁴) y un EBITDA de \$37.140 millones (US\$ 51,0 millones). En septiembre de 2019, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$249.333⁵ millones (US\$ 342,4 millones), con un patrimonio total consolidado de \$139.404 millones (US\$ 197,3 millones).

Se espera que, producto de las actuales contingencias (crisis provocadas por covid-19), los centros Megasalud, médicos y dentales, tengan una fuerte caída en sus flujos (en particular los segundos) no así las clínicas, donde se presume una reducción más moderada de los ingresos puesto que se mantendrán las atenciones, hospitalizaciones y exámenes asociadas al coronavirus; no obstante que, en paralelo, se producirá una baja en otro tipo de prestaciones, así como en las consultas médicas que se llevan a cabo en dichos recintos. En este contexto, cabe señalar que RedSalud se encuentra explorando otros canales de atención a pacientes como Telemedicina, lanzada en marzo 2020.

³ A partir del año 2019 la empresa refleja en Deuda Financiera sus obligaciones asociadas a IFRS-16 por contratos de arrendamiento. A diciembre estas obligaciones alcanzaron \$ 24.799 millones.

⁴ Tipo de cambio utilizado \$728,21/US\$ al 30/09/2019.

⁵ A septiembre 2019 las obligaciones por IFRS- 16 alcanzaron los \$ 24.989 millones.

Bajo el escenario anterior, se estima que los excedentes durante el período de estrés podrían no ser suficientes para cubrir los desembolsos requeridos para el segundo trimestre; sin embargo, la empresa mantiene disponible y líneas bancarias suficientes para cubrir eventuales déficit. Además, en casos muy extremos (muy poco probables), mantiene un buen soporte financiero de su controlador ILC.

Sin perjuicio de lo anterior, se estima que el segundo semestre será muy activo para las consultas médicas, exámenes y hospitalizaciones, ya que, junto con la afluencia normal, tanto las clínicas como la red de consultas, se verán fortalecidas por las prestaciones rezagadas.

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 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 positivo, 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. Sin embargo, este riesgo se ve aminorado debido a que los centros médicos y dentales RedSalud por sí solos presentan una mayor diversificación, ya que cuenta con una red de 9 Clínicas y 41 centros médicos y dentales a lo largo de todo Chile. Además, cabe señalar que la concentración ha disminuido desde 2015 debido a la entrada de las clínicas regionales.

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.

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.
- Pertenecer 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 cuyo efecto sobre el emisor es susceptible de aminorar vía seguros).
- 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 relevantes

Resultados a septiembre de 2019

A septiembre de 2019, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$315.663 millones, lo que representó un crecimiento de 9,9% respecto a igual período del año anterior. Esta alza fue impulsada por una mayor actividad ambulatoria (15,3%) y por un crecimiento en los ingresos hospitalarios de un 2,6%.

En septiembre de 2019, los costos de explotación alcanzaron los \$235.332 millones, lo que implicó un incremento de 9,9% respecto a septiembre de 2018. Debido al crecimiento en las ventas se tuvo un mayor costo por participaciones médicas, costos de personal y materiales clínicos.

La ganancia bruta de la compañía creció un 9,7%; de este modo, el margen bruto como porcentaje de los ingresos de **RedSalud** llegó a 25,4%.

A la misma fecha, el total de gastos de administración sumó \$59.045 millones lo que significó un aumento de 7,7% respecto al periodo anterior. Esto se debe a un alza en el gasto del personal administrativo por mayor dotación de personal.

El resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$8.158 millones, lo que representa un decrecimiento de un 55,9% respecto a lo registrado a septiembre del año anterior, esta baja en la utilidad

se debe, principalmente, que a comienzos de 2018 Clínica RedSalud Santiago vendió su participación en Atesa, lo que generó una utilidad no recurrente de \$12.341 millones, si se deja de lado el efecto del aumento de la utilidad por Atesa, la compañía a septiembre de 2019 habría generado un 32% más de utilidad que al mismo periodo de 2018.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$37.140 millones, lo que implica un alza de 19,3% respecto de septiembre de 2018, este aumento es producto de mayores economías a escala y ahorros, además el EBITDA se ve beneficiado por la adopción de IFRS 16. Según datos enviados por la compañía, sin la adopción de IFRS 16, el Ebitda ascendería a \$34.555 millones lo que habría supuesto un aumento de un 11,1%.

La deuda financiera consolidada de **RedSalud** pasó de \$208.423 millones, en diciembre de 2018, a \$249.333 millones, en septiembre de 2019, lo que representa un aumento de 21,5%. Este aumento se debe principalmente al reconocimiento de IFRS 16, lo cual produjo un incremento en los arrendamientos financieros de \$ 24.989 millones.

Definición 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.

Oportunidades y fortalezas

Sólida estrategia de negocios: La empresa basa su estrategia de negocios en una amplia variedad de prestaciones, extendida en todo el territorio nacional, lo que le permite generar sinergias entre los distintos operadores de su red, entregar una atención global y efectuar servicios cruzados entre las diferentes clínicas y centros de atención, manteniendo cautivo al cliente. En conjunto, la red genera más de 13⁶ millones de prestaciones; a la fecha dispone de 1.018 camas⁷ y 1.617 boxes de los cuales 517 pertenecen a dentales, 982 a médicos y 118 urgencias

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile posee mayor esperanza de vida lo que se produce en una tendencia al envejecimiento de esta. La experiencia muestra que, por lo general, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más. Según

⁶ Considera Intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, consultas de urgencia, consultas dentales, exámenes de laboratorio e imagenología.

⁷ Considera camas instaladas de médico quirúrgico, ginecobstetricia y unidad de paciente crítico.

proyecciones demográficas del INE⁸, actualmente, el 16,9% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,2% y en 2030 a 22,3%.

Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 8,9%⁹ del PIB, ubicándose ligeramente sobre el promedio de los países de la OCDE, el cual llega a 8,8%, pero muy lejano a países más desarrollados. Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo, plan Auge, también favorecen el desarrollo del sector. Las cifras históricas avalan esta postura, dado que desde el año 2000 a 2015, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%¹⁰.

Apoyo de la matriz: La compañía cuenta con el respaldo de la Cámara Chilena de la Construcción, entidad que, en conjunto con su red social e inversiones, administra recursos destinados al gasto social privado equivalentes al 15% del PIB nacional, y conforma la red social privada más grande de Chile. Por su parte, el vehículo de inversión del gremio, ILC, presenta una sólida posición financiera que se refleja en una elevada capacidad de pago, sumado al hecho que ILC cuenta en sus contratos de emisiones de bonos con cláusulas de *cross default* con sus filiales relevantes, siendo una de ellas **RedSalud**.

Cabe señalar, que el patrimonio de la sociedad matriz, a septiembre de 2019, asciende a \$846.875 millones. De esta manera, el patrimonio de **RedSalud** equivale al 16,5% del patrimonio de ILC.

Experiencia y formación de los equipos directivos: El equipo directivo de **RedSalud** y sus filiales a lo largo del país, cuenta con elevada experiencia, tanto en temas de administración, como médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, su evolución y demanda. Gran parte de sus equipos directivos, tanto en materias de salud como de otra índole, operan desde hace diez o más años en las respectivas filiales.

Posicionamiento de mercado: **RedSalud** se ha posicionado como uno de los principales prestadores de servicios en el área de salud, contando con nueve clínicas y 41 centros de atención ambulatoria y dental. Asimismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado¹¹, y con amplia trayectoria (Clínicas RedSalud Vitacura y Providencia y Centros Médicos y Dentales RedSalud). La red representa, aproximadamente, el 14%¹² de las camas perteneciente a las clínicas privadas del país, además lleva a cabo cerca del 5,6%¹³ de las consultas médicas realizadas en el país y es líder en el mercado dental.

⁸ Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE.

⁹ <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

¹⁰ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

¹¹ A juicio de **Humphreys**, el cambio de nombre de algunas clínicas no debiera afectar este hecho (por la asociación con sus respectivas ubicaciones).

¹² Enviado por la compañía en base a datos de Clínicas de Chile a diciembre de 2019.

¹³ Calculado en base a consultas médicas (Isapres y MLE Fonasa) reportadas por Clínicas de Chile A.G. en su documento "dimensionamiento del sector privado en Chile: actualización a cifras año 2016".

Importancia relativa del activo fijo: La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de \$ 219,4 millones en propiedades, plantas y equipos libres de garantía susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 1,2 veces la deuda financiera libre de garantía. Esta situación dota de flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

Elevado valor de los activos: De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas ligadas al rubro de la salud (clínicas) que transan en bolsa, el valor económico de las filiales de **RedSalud** es más de 7,9 veces la deuda financiera individual de **RedSalud**.

Factores de riesgo

Elevado nivel de endeudamiento: Las constantes inversiones en ampliación y mantenimiento habían llevado a un elevado nivel de endeudamiento relativo del emisor y creciente en los últimos años, sin embargo, dado los mejores resultados a septiembre de 2019, la relación deuda financiera sobre EBITDA cerró en 5,2 veces, mayor a lo presentado en septiembre de 2018 pero aun inferior a las 6,1 veces presentadas en 2017, mientras que en relación al FCLP cerró en 8,7 veces (si se considera el total de activos, sin descontar aquellos en etapa de ejecución).

Consolidación de las inversiones: Si bien el endeudamiento de la compañía es consistente con los niveles de inversión realizados, su valor relativo actual respecto a la generación de caja no es representativo de su valor de largo plazo aún, y solo será conocido una vez que maduren totalmente las nuevas inversiones de la compañía, en especial Clínica RedSalud Santiago, tanto por su importancia monetaria como por ser relativamente nueva. Cabe señalar que se trata de un riesgo que va reduciendo su importancia en el tiempo, como ejemplo de lo mencionado anteriormente la rentabilidad anual de los activos (RAA) de la compañía ha presentado un alza del 33% con respecto a septiembre de 2018 (6,8%), ubicándose en 9%.

Concentración de ingresos por establecimiento médico: La mayor parte de los ingresos está concentrado en Centros Médicos y Dentales RedSalud (32,4%), Clínicas Regionales (21,9%), Clínica RedSalud Santiago (16,4%), Clínica RedSalud Providencia (13,7%) y Clínica RedSalud Vitacura (13,4%)¹⁴. Esta condición podría llevar a una baja importante en los ingresos y generación de caja de **RedSalud** ante un siniestro que pudiera afectar a alguno de los inmuebles, sin perjuicio de reconocer que las existencias de seguros, incluidas pérdidas por paralización mitigarían las mermas, no así las presiones en la liquidez de la empresa y los efectos comerciales.

Si bien esta situación ha mejorado a partir de 2015 por la consolidación de las Clínicas Regionales, el resto de las clínicas poseen una importante concentración.

¹⁴ Datos calculados al año móvil a septiembre de 2019.

Sin embargo, el análisis considera que Centros Médicos y Dentales RedSalud por sí solo presenta una alta diversificación de sus ingresos, ya que cuenta con 41 centros médicos y dentales, distribuidos a lo largo de todo Chile, lo que hace poco probable un siniestro que pudiese afectar a la red como un todo.

Concentración de deudores: En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, los ingresos de **RedSalud** provienen principalmente de tres clientes: Fonasa y dos isapres nacionales (Consalud y Cruz Blanca), lo que se traduce en una concentración de los ingresos de la compañía en pocos deudores. Por ende, un escenario de iliquidez de alguna de estas entidades puede provocar una disminución de la recaudación de la compañía (con todo, se reconoce que la legislación obliga a las isapres a provisionar las cuentas por pagar con inversiones de bajo nivel de riesgo). Cabe destacar, que esta situación es transversal en la industria de la salud, por lo que hace de suma importancia la flexibilidad financiera con la que cuenten los distintos prestadores para sortear un eventual *shock* negativo. También se reconoce que las isapres son entidades reguladas y dentro de las regulaciones se incluye la necesidad de generar reservas para el pago de sus obligaciones y constituir garantías en la Superintendencia de Salud.

Obsolescencia de infraestructura médica: El rápido avance de la ciencia aplicada, proceso no ajeno al campo de la medicina, lleva a la recurrente necesidad de actualizar el equipamiento buscando tecnología avanzada, situación que presiona la caja de las empresas. Sin embargo, se reconoce que la extensa red del grupo podría permitir la reubicación de los equipos y que el uso de *leasing* operativo y/o financiero reduce las necesidades de inversión directa.

Industria con un alto nivel de competencia: El sector de salud privado en Chile ha tenido un importante desarrollo y, en términos de oferta de infraestructura, ha experimentado un fuerte crecimiento en el tiempo, ya sea por la construcción, ampliación y renovación de clínicas ligadas a las isapres, universidades y clínicas especializadas. Según cifras de la asociación gremial Clínicas de Chile A.G.¹⁵, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2016 esta cifra llegó a 6.914, mientras que, en el mismo periodo, los centros médicos pasaron de ser 581 a 745. Por un lado, esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital, de modo de mantener la posición relativa en la industria; por otro lado, estas constantes expansiones e inversiones podrían provocar una sobreoferta de camas.

Riesgo del sector: Entre estos se pueden distinguir los riesgos regulatorios, con sus posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector público, en particular si se mejora este tipo de servicio y/o antes crisis económicas, y las necesidades de inversión en equipos dada su rápida obsolescencia (lo que en **RedSalud** se ve atenuado por la posibilidad de trasladar los equipos dentro de la amplia red asistencial). Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y las correspondientes presiones en costos que conlleva lo anterior.

¹⁵ Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2016).

Antecedentes generales

La compañía

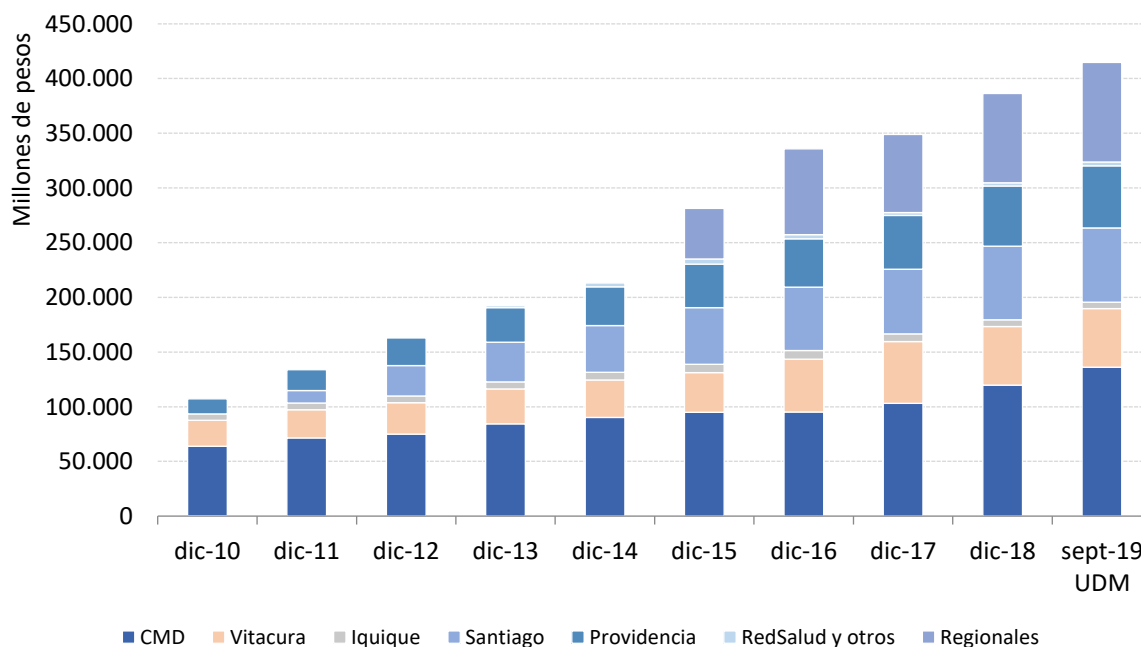
RedSalud se creó mediante escritura pública el 18 de abril de 2008, en la ciudad de Santiago, con el nombre de **Empresas Red Salud S.A.** La compañía tiene por objeto el control y la responsabilidad del manejo de todas las empresas del área prestadora de salud, dependiente directa o indirectamente de ILC.

A septiembre de 2019, la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Centro Médico y Dental RedSalud, Clínica RedSalud Vitacura, Clínica RedSalud Providencia, Clínica RedSalud Santiago, Clínica RedSalud Iquique, Oncosalud, Inmobiliaria Clínicas S.p.A., TI Red S.p.A. y Administradora de Clínicas Regionales Seis.

Composición de los flujos

Para llevar a cabo su modelo de negocios **RedSalud** cuenta con una amplia red de sucursales en distintas comunas de Santiago y distintas regiones del país, como se puede ver en la Ilustración 1, el Centros Médicos y Dentales (CMD) son los que mayor porcentaje de los ingresos aportan con un 32,8%, seguido por las centros regionales con un 21,9% y la RedSalud Santiago (Santiago) con un 16,4%.

Ilustración 1
Distribución de ingresos
(Millones de pesos. 2010 – septiembre 2019 anualizado)



Líneas de negocio

Centros Médicos y Dentales RedSalud¹⁶

Centros Médicos y Dentales RedSalud (CMD RedSalud) fue creada en el año 2000 y es una de las redes ambulatorias, médica y dental más grandes del país. Tiene presencia desde Arica a Punta Arenas con 41 centros médicos y dentales.

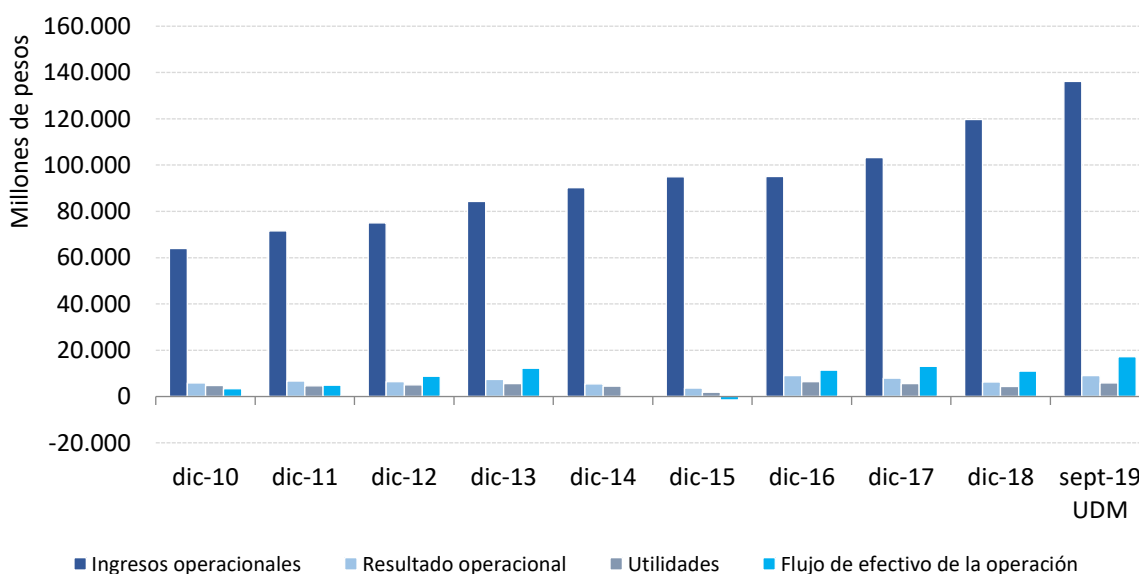
Situación financiera CMD

En el año móvil a septiembre de 2019, CMD RedSalud obtuvo ingresos por \$136.121¹⁷ millones, lo que representa un crecimiento de 13,8% y utilidades por \$5.839 millones con un aumento de un 34,6% respecto a diciembre de 2018. Mientras que el flujo de efectivo de la operación alcanzó los \$17.275 millones.

El Ebitda anualizado de la compañía aumento un 48,4%, respecto de diciembre de 2018, finalizando el periodo en \$16.836¹⁸ millones. De esta forma, el margen Ebitda llega a 12,4%.

En la Ilustración 2 se muestra la evolución de los ingresos, resultado operacional, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación:

Ilustración 2
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
(Millones de pesos. 2010 – septiembre 2019)



¹⁶ Ex Megasalud.

¹⁷ A septiembre de 2019 se agrega Arauco.

¹⁸ Según datos enviados por la compañía el Ebitda anualizado de CMD sin IFRS 16 sería \$ 14.589 millones.

Administradora Clínicas Regionales Seis

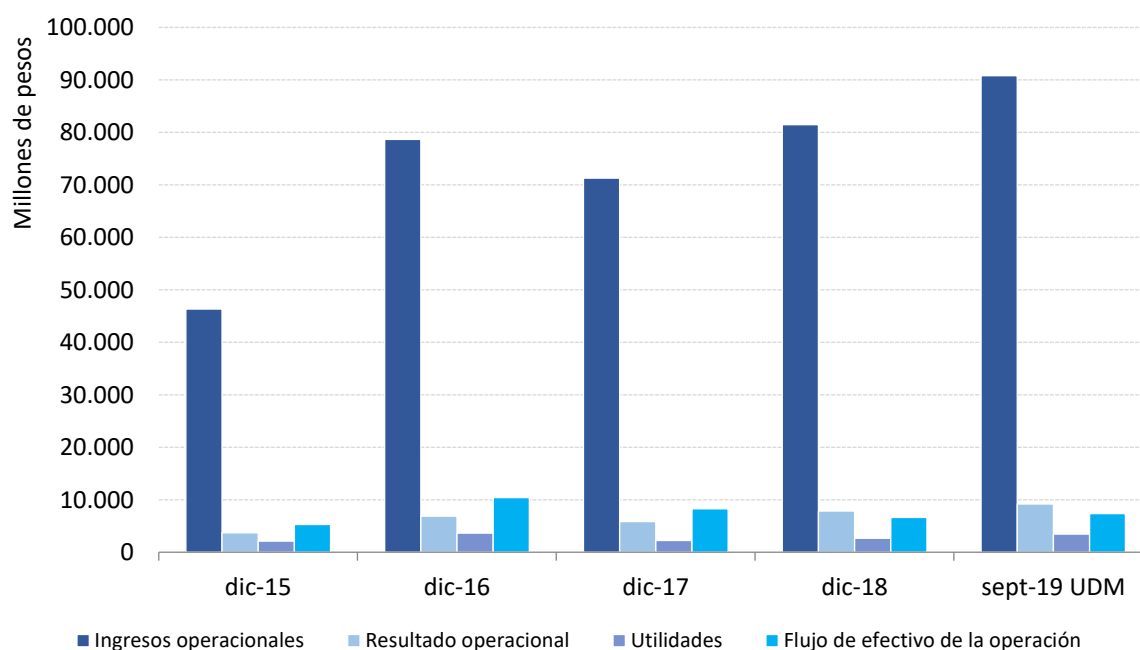
Es una sociedad por acciones resultante de la división de la Sociedad Administradora Clínicas Regionales Dos, llevada a cabo en 2014. Tiene como finalidad la inversión en clínicas y la prestación de servicios. Esta sociedad consolida a Clínica RedSalud Elqui (La Serena), Clínica RedSalud Valparaíso (Valparaíso), Clínica RedSalud Rancagua (Rancagua), Clínica RedSalud Mayor Temuco (Temuco) y Clínica RedSalud Magallanes (Punta Arenas).

Situación financiera de Administradora Clínicas Regionales Seis

Este grupo de clínicas tuvo un nivel de ingresos, en el año móvil a septiembre de 2019, iguales a \$90.778 millones superior en un 11,5% respecto de diciembre de 2018, con un EBITDA¹⁹ de \$12.620 millones aumentando en un 11,6% desde 2018.

El margen EBITDA de la sociedad llegó a 13,9% en el año móvil a septiembre de 2019. Por su parte, la utilidad de la compañía fue de \$3.424 millones, superior en un 28,4% con respecto a diciembre de 2018.

Ilustración 3
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
 (Millones de pesos. 2015 – septiembre 2019)



¹⁹ Según datos enviados por la compañía el Ebitda anualizado sin IFRS 16 sería \$ 12.620 millones.

Clínica RedSalud Santiago²⁰

Clínica RedSalud Santiago fue inaugurada el primer trimestre de 2011 y es uno de los prestadores de salud de más alta complejidad dentro de las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. El establecimiento ha sido concebido para poder dar atención a pacientes con enfermedades graves que requieren de equipamiento y profesionales altamente especializados apoyados con unidades de pacientes críticos para adultos, niños y recién nacidos, lo que sumado a los modernos pabellones quirúrgicos, permite dar solución a una amplia gama de enfermedades.

La clínica está ubicada en la comuna de Estación Central y cuenta con un total de 62.240 m² construidos, con una infraestructura de 268 camas instaladas censables, 19 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 77 boxes de consultas médicas de especialidades, 32 salas de procedimientos.

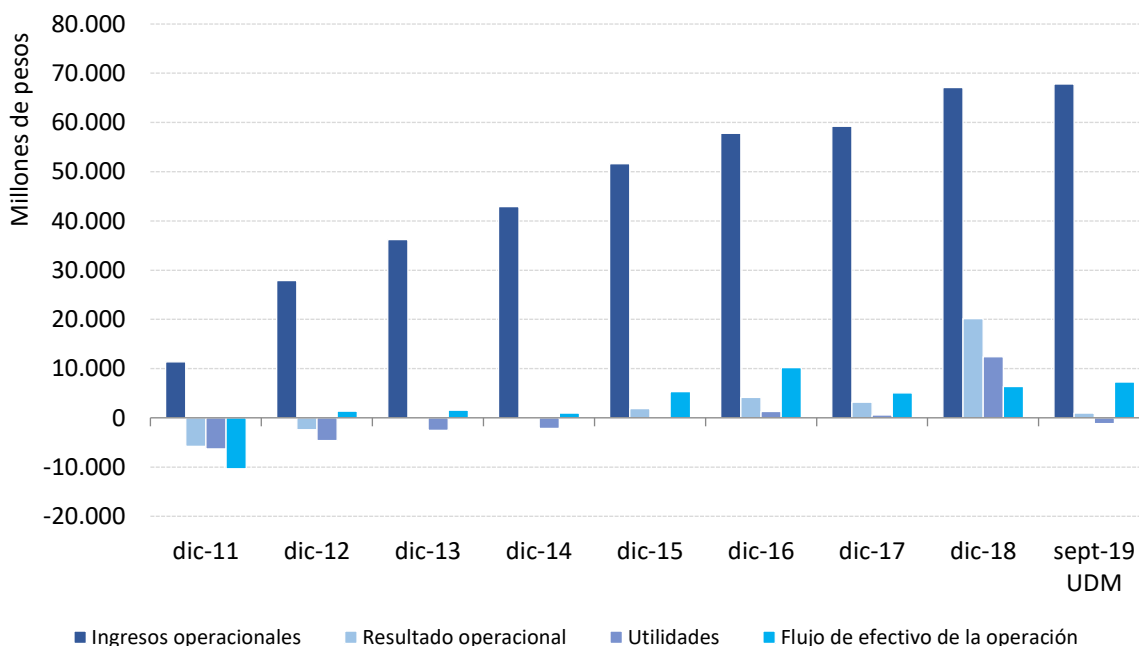
Situación financiera de Clínica RedSalud Santiago

En el año móvil a septiembre de 2019, obtuvo ingresos por \$67.832 millones lo que significó un crecimiento de 1,1% respecto de diciembre de 2018. A su vez, el EBITDA de la compañía fue de \$3.224²¹ millones, lo que representó una caída de 40,7%, respecto de 2018, mientras obtuvo pérdidas por \$1.201 millones, al año móvil a septiembre de 2019 (cayendo 1,01 veces con respecto a 2018). Cabe mencionar que en 2018 se obtuvieron ganancias no operacionales extraordinarias por la venta de Atesa.

²⁰ Ex Clínica Bicentenario.

²¹ Según datos enviados por la compañía el Ebitda anualizado de clínica RedSalud Santiago sin IFRS 16 sería \$ 3.178 millones.

Ilustración 4
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
 (Millones de pesos. 2011 – septiembre 2019 anualizado)



Clínica RedSalud Vitacura²²

Clínica RedSalud Vitacura fue creada en 1992 como una maternidad. Posteriormente, en 2001, amplió sus operaciones para transformarse en clínica de prestaciones generales, incorporando UTI adulto y pediátrica, servicio de urgencia y diagnóstico por imágenes avanzadas, entre otros servicios.

Actualmente, la clínica cuenta con una superficie de 65.248 m². Cuenta con 253 camas instaladas censables, 53 boxes de consultas médicas, 12 salas de procedimientos generales y 17 pabellones, entre otros. A diciembre de 2019, tuvo una ocupación de 68,5%, superior a la de 2018 que alcanzó el 72,2%. La clínica realizó cerca de 825 mil prestaciones, que incluyen intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, exámenes de laboratorio, imagenología y consultas de urgencia.

Situación financiera de Clínica RedSalud Vitacura

En el año móvil a septiembre de 2019, Clínica RedSalud Vitacura sumó ingresos por \$53.584²³ millones, lo que significa un decrecimiento de 0,1% respecto de diciembre de 2018. Por su parte, el EBITDA²⁴ de Clínica RedSalud Vitacura creció en un 9,0%. Junto con esto, cabe señalar que la compañía considera

²² Ex Clínica Tabancura.

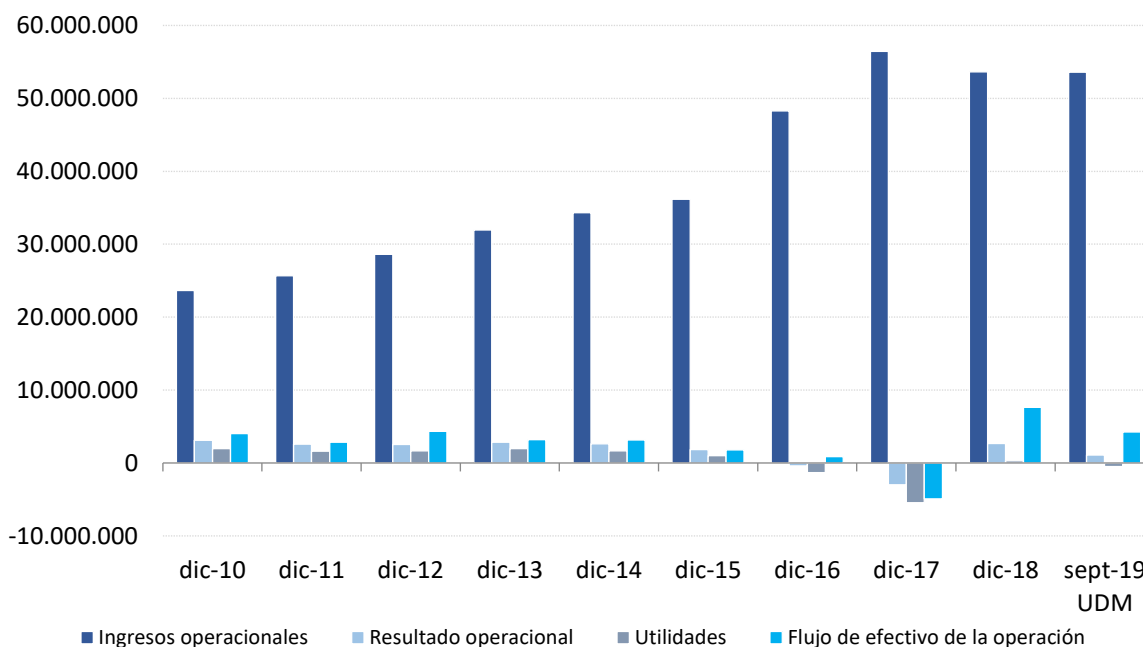
²³ Desde 2019 no se considera Arauco.

²⁴ Según datos de la compañía con IFRS 16 el EBITDA de clínica RedSalud Vitacura (sin Arauco e Inmobiliaria clínica Spa) fue de \$ 3.587 millones, este valor sin el efecto IFRS 16 llega a \$ 3.250 millones

dentro de la misma unidad de negocio a centro médico de Clínica RedSalud Vitacura y a Inmobiliaria Clínica SpA creada para el desarrollo de proyectos clínicos, que posee como único activo la nueva torre de Clínica RedSalud Vitacura.

Tomando en cuenta lo anterior, la utilidad de Clínica RedSalud Vitacura (más Inmobiliaria Clínica SpA) presento pérdidas por \$487 millones en el año móvil a septiembre de 2019, mientras que el flujo de la operación a septiembre anualizado de 2019 fue de \$ 4.229 millones, lo que representa una disminución de un 44,7%. En la Ilustración 5 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

Ilustración 5
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
(Millones. 2010 – septiembre 2019 anualizado)



Clínica RedSalud Providencia²⁵

La Clínica RedSalud Providencia fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. Actualmente, tiene una infraestructura de 30.687 m², 113 camas instaladas censables, 69 boxes de consultas médicas, 32 salas de procedimientos generales y 15 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud.

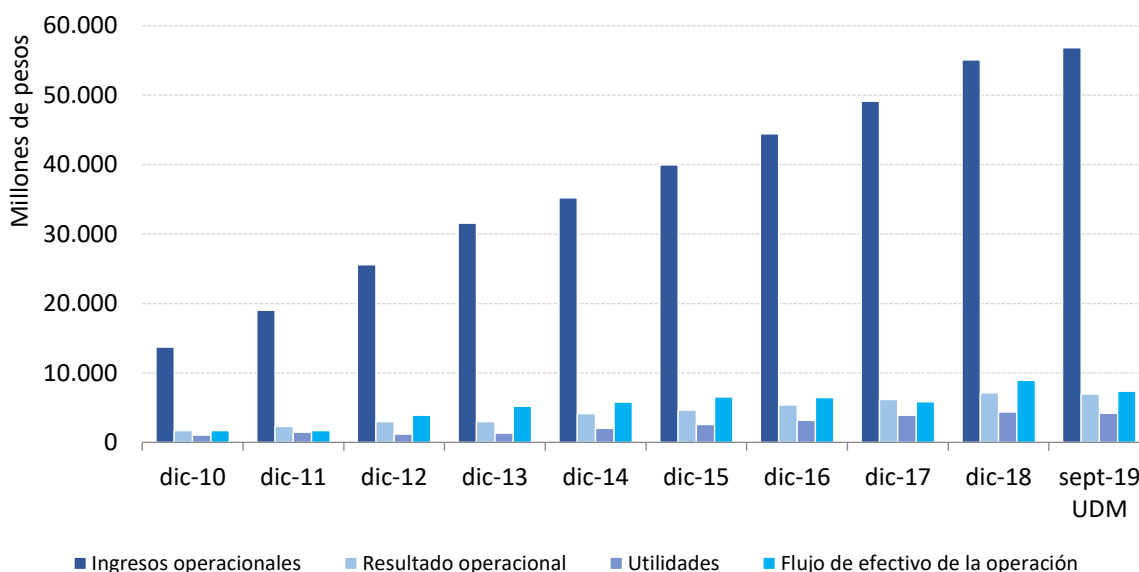
En los últimos años, la clínica ha tenido un aumento significativo en su actividad, medido por la ocupación de sus camas, pasando de un 48% en 2011; a un 63,7% en 2015 para finalizar en diciembre de 2019 en un 73,8%.

²⁵ Ex Clínica Avansalud.

Situación financiera de Clínica RedSalud Providencia

En el año móvil a septiembre de 2019, Clínica RedSalud Providencia obtuvo ingresos por \$56.827 millones lo que corresponde a un incremento de 3,2% respecto de diciembre de 2018. En el mismo periodo alcanzó utilidades por \$4.189 millones, lo que representa una reducción de un 4,3%, respecto de 2018. El EBITDA alcanzó un valor igual a \$9.455²⁶ millones en el año móvil a septiembre de 2019, cifra que implica una reducción de un 0,6% con respecto a diciembre de 2018. En la Ilustración 6 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

Ilustración 6
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
 (Millones de pesos. 2010 – septiembre 2019 anualizado)



Clínica RedSalud Iquique²⁷

La Clínica RedSalud Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá, con prestaciones de mediana a alta complejidad, ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 46 camas de hospitalización distribuidas en 4.884 m² construidos. Cuenta con un *staff* de 139 profesionales del área clínica y 5 pabellones centrales y gineco-obstetricos.

Situación financiera de Clínica RedSalud Iquique

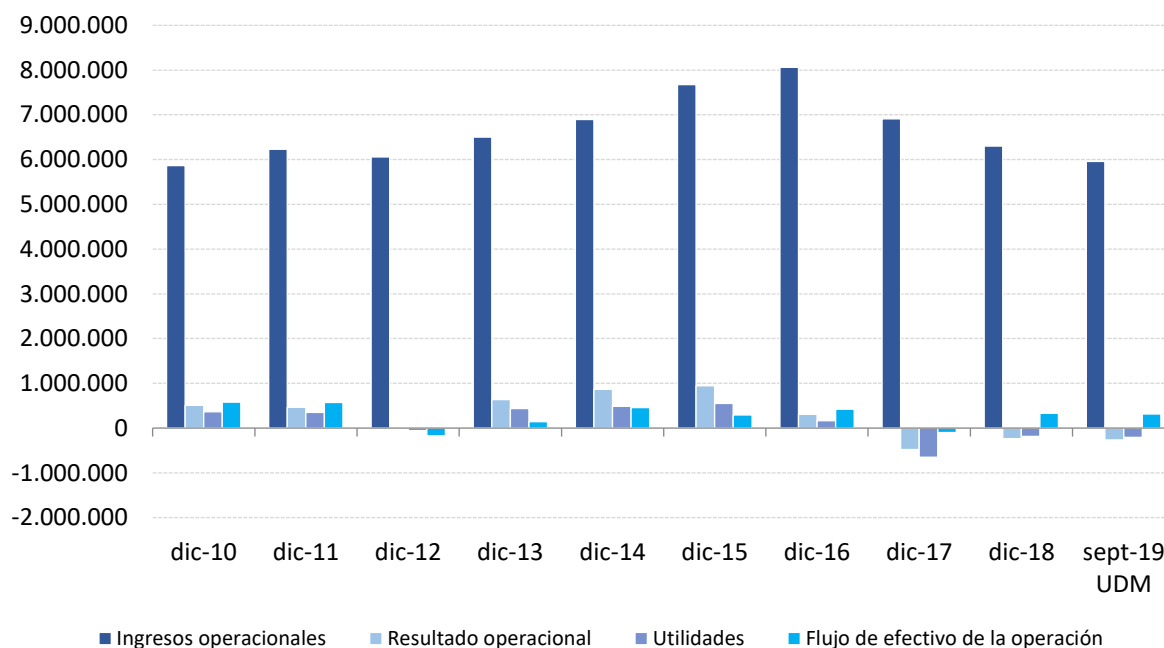
En el año móvil a septiembre de 2019, la Clínica RedSalud Iquique obtuvo ingresos por \$ 5.959 millones, un 5,4% inferior a diciembre de 2018, y pérdidas por \$205,3 millones, empeorando respecto de 2017

²⁶ EBITDA con IFRS 16, según datos enviados por la compañía el EBITDA anualizado de Clínica RedSalud Providencia sin el efecto IFRS sería de \$ 9.381 millones.

²⁷ Ex Clínica Iquique.

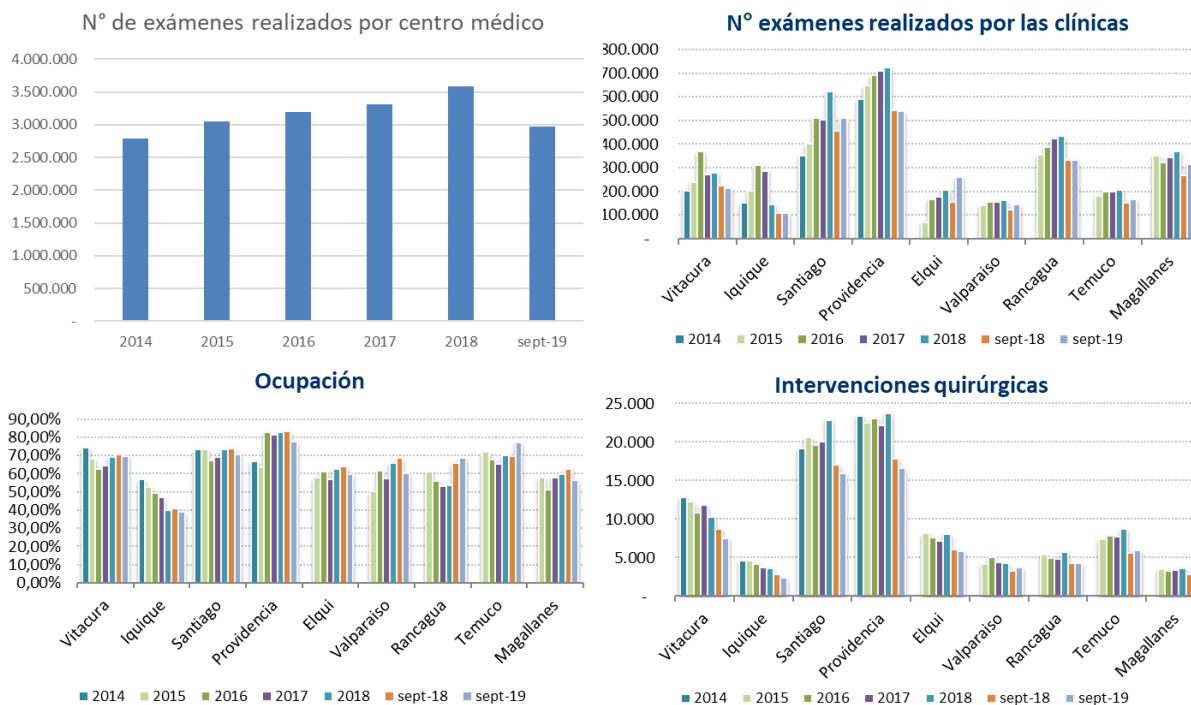
cuando alcanzaba pérdidas de \$235,5 millones. A continuación, se muestra la evolución de los ingresos y utilidades. En cuanto al Ebitda a septiembre de 2019 anualizado llegó a \$ 55,1²⁸ millones siendo un 2,3% superior a 2018. El flujo de operación de Clínica RedSalud Iquique llega a \$316,3 millones.

Ilustración 7
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
 (Millones de pesos. 2010 – septiembre 2019)



²⁸ EBITDA con IFRS 16, según datos enviados por la compañía el EBITDA anualizado de Clínica RedSalud Iquique sin el efecto IFRS sería de \$45,3 millones.

Ilustración 8 Resumen del nivel de actividad por centro médico y clínicas (2015-Sept 19)



Análisis financiero²⁹

Evolución de los ingresos y EBITDA

En el año móvil a septiembre de 2019, los ingresos consolidados de RedSalud alcanzaron los \$418.735 millones, lo que significó un aumento del 5,4% respecto de diciembre de 2018. Como se puede ver la Ilustración 9, la compañía ha presentado un alza constante en los ingresos, creciendo un 33,3% entre el año 2015 y septiembre de 2019 anualizado.

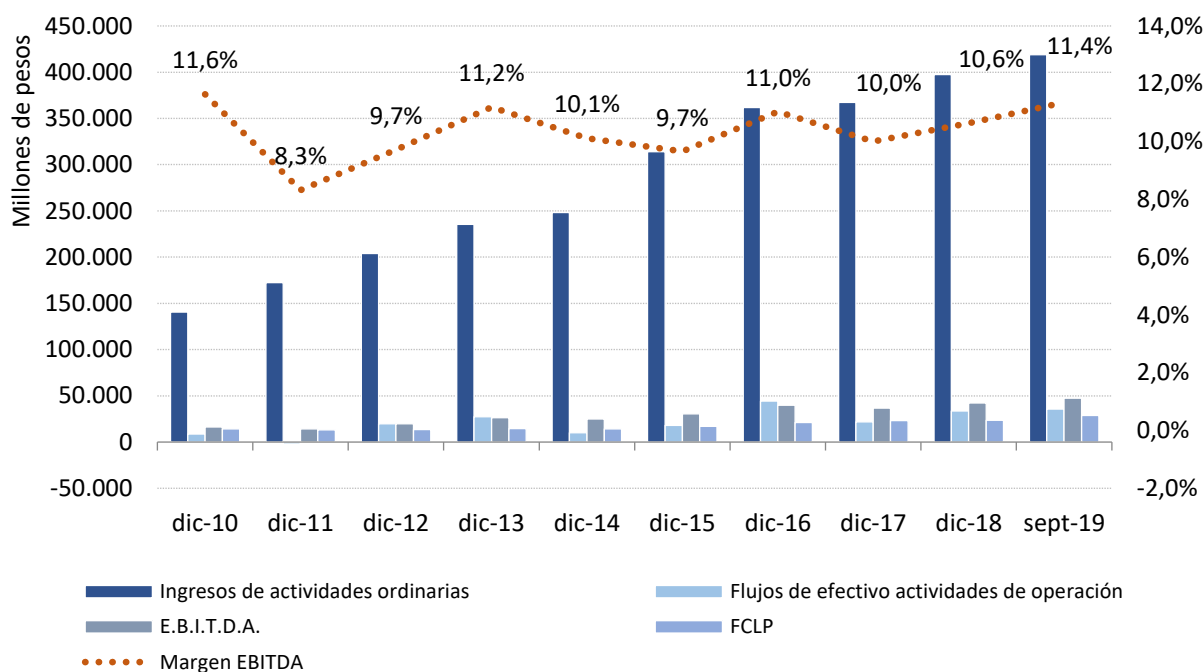
Por su parte, el EBITDA de la compañía aumentó en 12,4% en el año móvil a septiembre de 2019 respecto del mismo periodo de 2018. Este crecimiento radicó, principalmente, en mayores economías a escala y ahorros, además de un efecto por parte de la norma IFRS 16.

El margen EBITDA consolidado de **RedSalud** en el año móvil a septiembre de 2019 fue de 11,4%, superior a lo obtenido en 2018 cuando alcanzó un 10,6%.

En la Ilustración 9 se muestra la evolución de los ingresos y EBITDA:

²⁹ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a septiembre de 2019.

Ilustración 9
Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP
 (Millones de pesos. 2010-septiembre 2019)



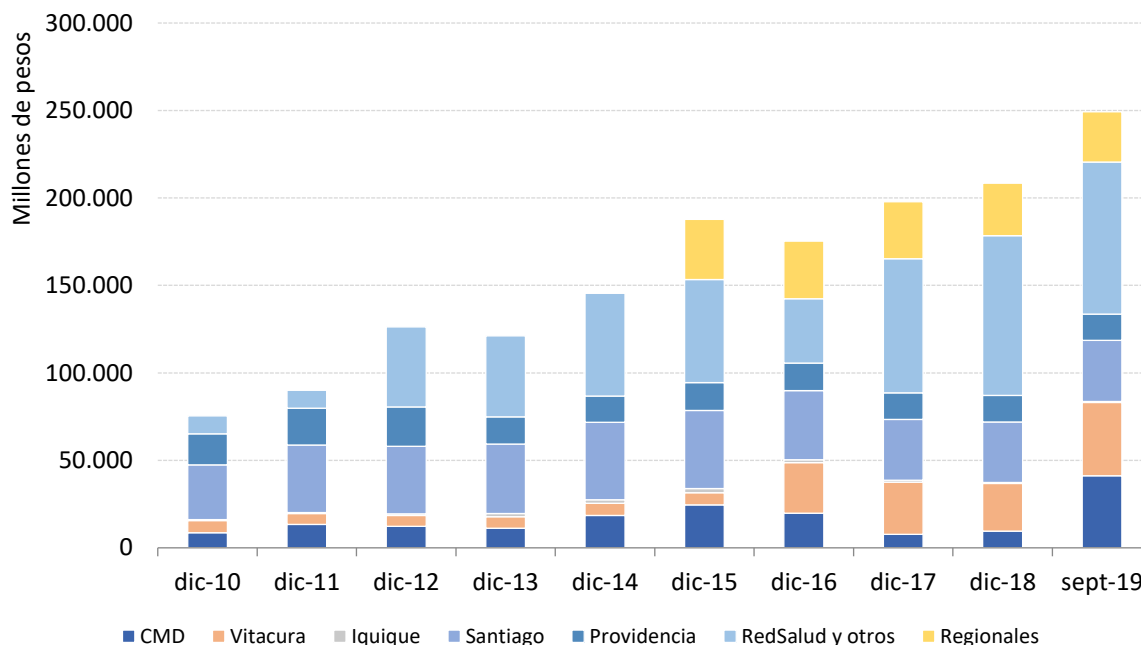
Evolución del endeudamiento

La deuda financiera consolidada de **RedSalud** aumentó un 19,6% a septiembre de 2019, alcanzando \$249.333 millones (\$208.423 millones en 2018). Esto obedeció a \$27.066 millones al reflejar la deuda por arrendamiento financiero (NIIF 16³⁰ y leasing) y a \$ 13.294 millones por mayor deuda con bancos. El 43,5% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 31,5% a arrendamientos financieros y el 25,0% a deuda por emisión de bonos.

La deuda financiera consolidada de la empresa a septiembre de 2019 se reparte en un 16,8% a Clínica RedSalud Vitacura, 16,5% a Centros médicos y dentales RedSalud y 14,1% a Clínica RedSalud Santiago.

³⁰ Aumento por NIIF 16 corresponden \$24.989 millones.

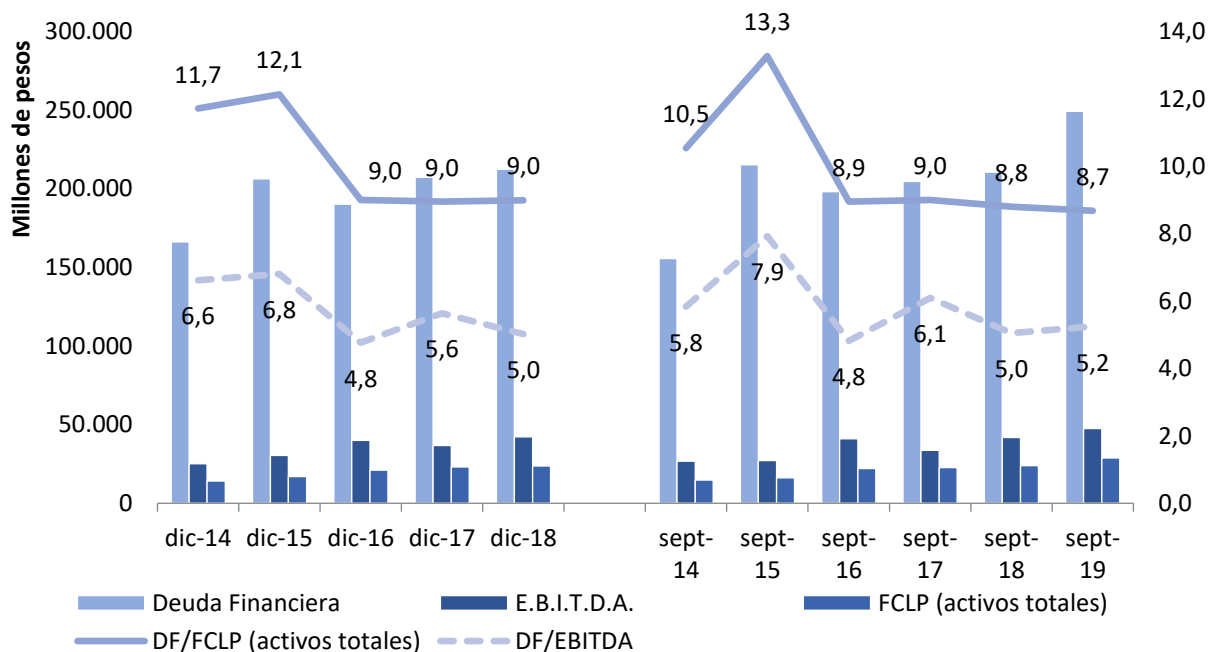
Ilustración 10
Evolución de la deuda financiera
(Millones de pesos. 2010 – Sept 19)



Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA aumento desde 5,0 veces, en 2018 (año móvil septiembre 2018), a 5,2 veces, en el año móvil a septiembre de 2019, aun así, inferior a lo presentado en periodos anteriores. Por su parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP³¹) se situó en 8,7 veces, levemente inferior a lo presentado en septiembre de 2018 anualizado (8,8 veces).

³¹ 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.

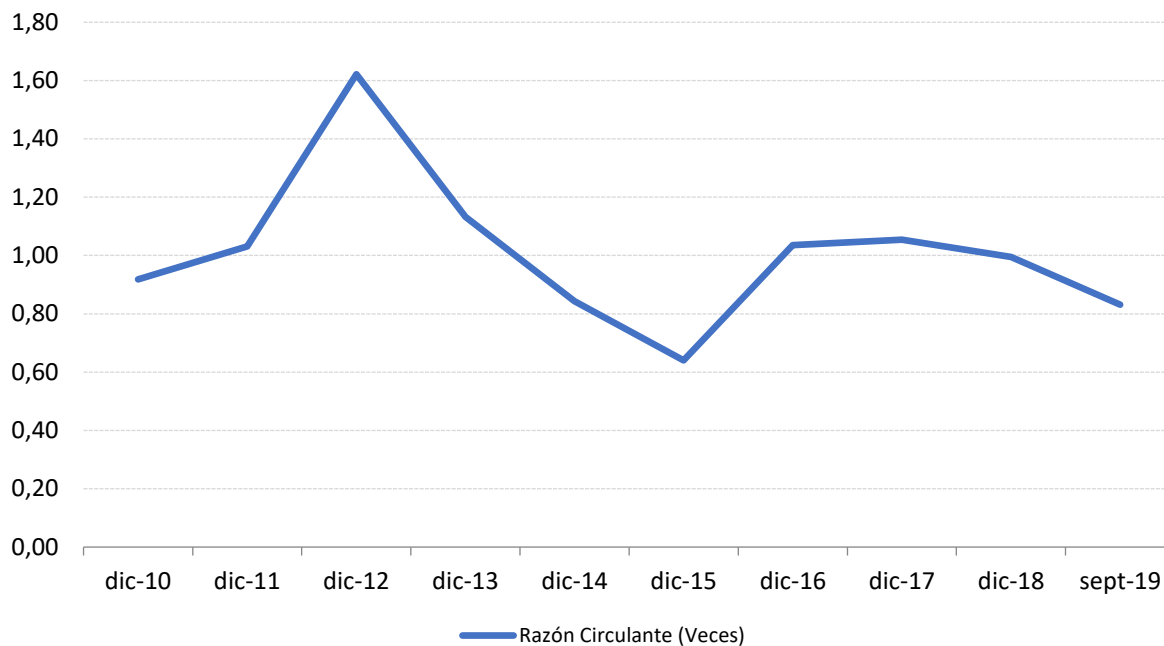
Ilustración 11
Evolución del endeudamiento financiero relativo
(Millones de pesos. 2014 – septiembre 2019 anualizado)



Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) exhibió un valor de 0,83 veces en septiembre de 2019, inferior que en 2018 donde alcanzaba las 1,00 veces. En la Ilustración 12 se muestra la evolución de la liquidez:

Ilustración 12
Evolución razón circulante
(Veces. 2010 - septiembre 2019 anualizado)

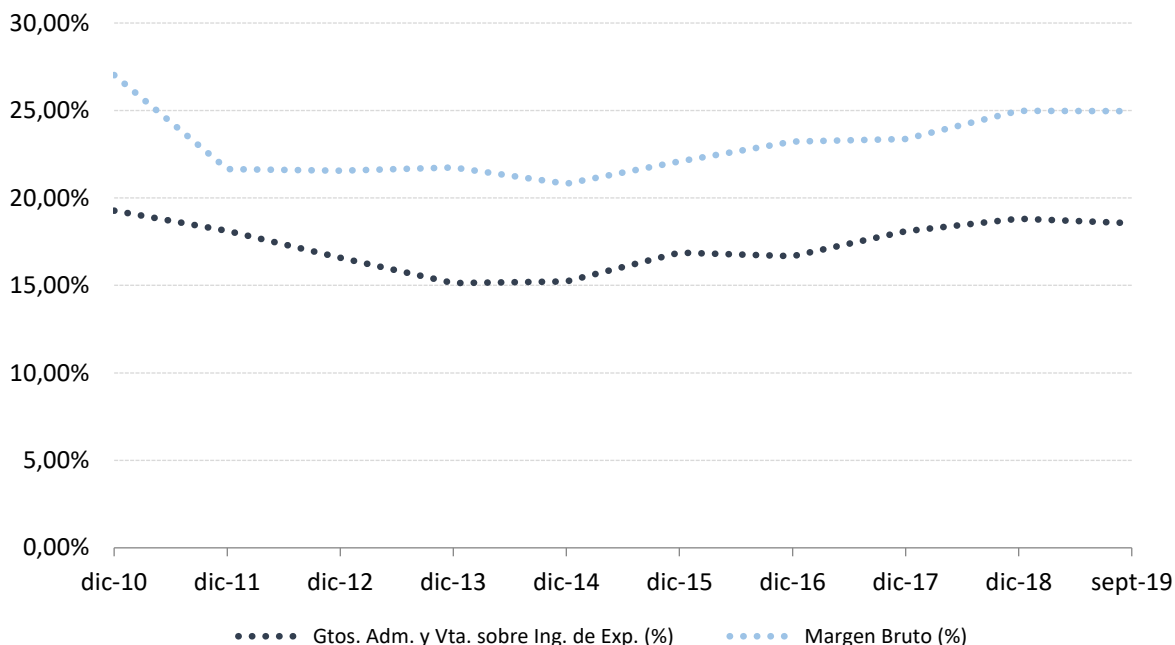


Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración sobre ingresos, ha mostrado una clara tendencia al alza, pasando desde un *ratio* de 15,13% en diciembre de 2013 a 18,55% al año móvil a septiembre de 2019.

El margen bruto aumentó entre 2014 y el año móvil a septiembre de 2019, pasando de 20,81% a 24,96%.

Ilustración 13
Evolución niveles de eficiencia
(%. 2010 – septiembre 2019 anualizado)



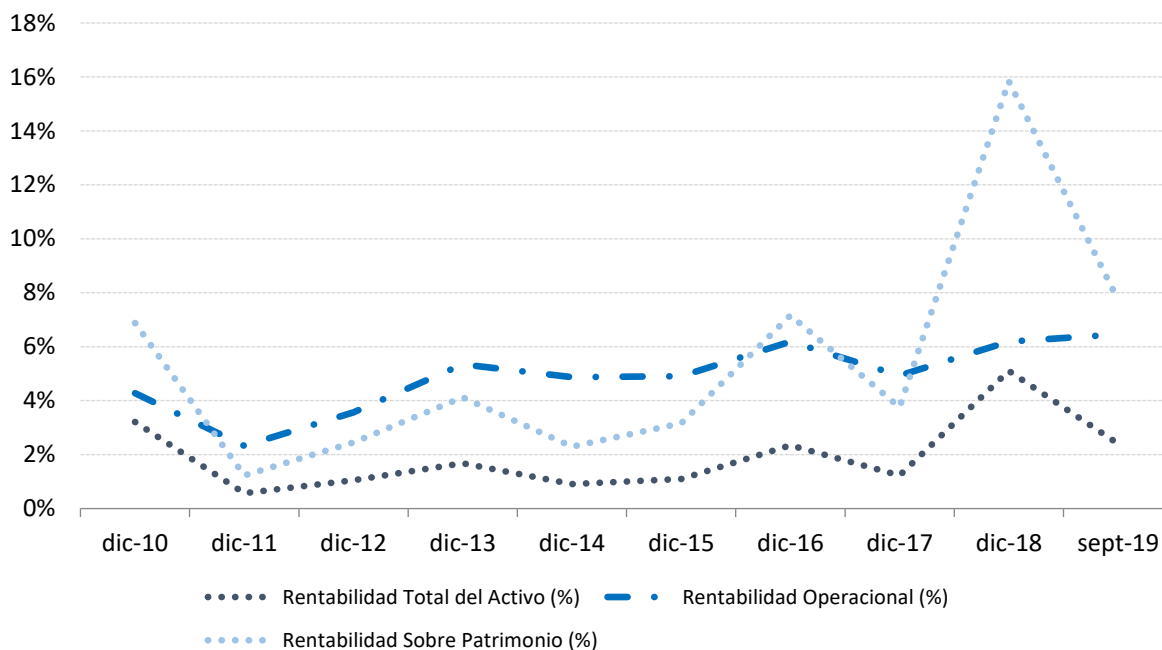
Por otro lado, en el último año **RedSalud** experimentó alza en la rentabilidad operacional³², pasando de 6,2% en 2018 a 6,5% a septiembre de 2019 anualizado. En cuanto a la rentabilidad sobre el patrimonio³³, y el activo³⁴, se presentaron bajas con respecto al año anterior. En el primer caso, pasó de 5,1%, en 2018, a 2,4% a septiembre de 2019, mientras que la rentabilidad sobre patrimonio pasó de 15,8% a 7,7% en el mismo periodo. Cabe mencionar que el alto valor de las rentabilidades en 2018 se debe principalmente a las utilidades por la venta de Atesa, considerando los años anteriores las rentabilidades a septiembre de 2019 presentan aumentos.

³² Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

³³ Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

³⁴ Rentabilidad del activo: Utilidad neta sobre activos totales menos activos en ejecución.

Ilustración 14
Evolución rentabilidades
 (%. 2010 – septiembre 2019 anualizado)



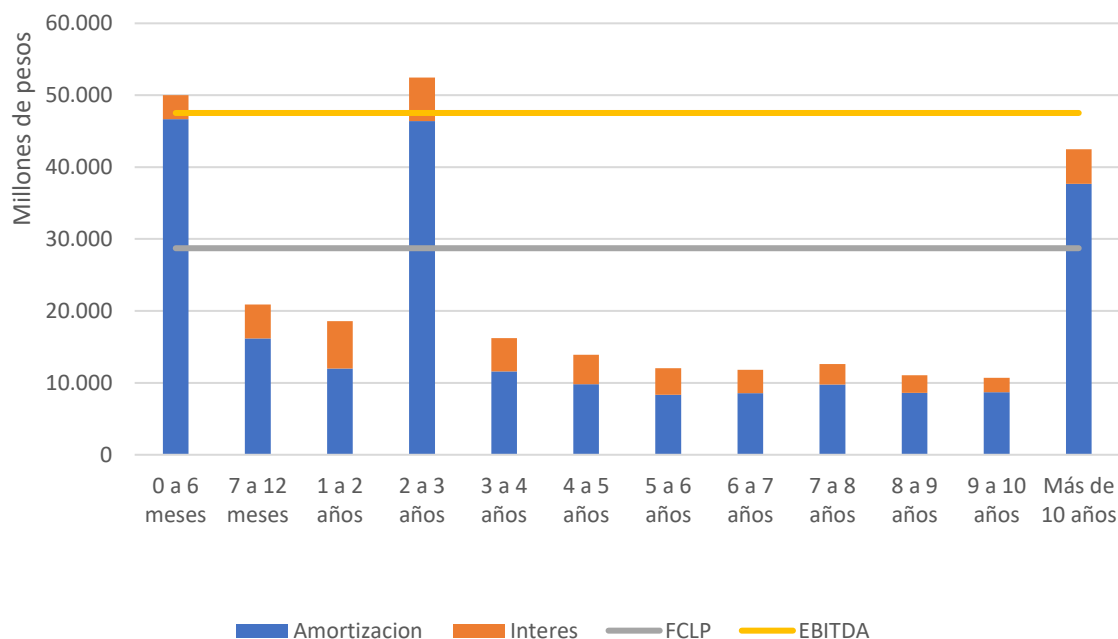
Perfil de pago de la deuda y generación de flujos³⁵

De acuerdo con las proyecciones de la clasificadora –que son más conservadoras que las esperadas por el emisor y que algunos estándares de la industria– el flujo de caja de largo plazo (FCLP) de **RedSalud** es adecuado para responder a sus obligaciones financieras en la mayoría de los años exceptuando en 2023. Sin embargo, esto se puede ver subsanado con el refinanciamiento de sus obligaciones financieras y, además, que es esperable que a futuro la empresa incremente su generación de flujos, tanto por un mayor ingreso como por un aumento en los márgenes de operación.

Tal como se aprecia en la Ilustración , el 2020 muestra un perfil de vencimientos ajustado. Respecto a estos vencimientos RedSalud finalizo el proceso de refinanciamiento de su deuda, la cual implico la estructuración de esta deuda corriente a 2023 y 2024.

³⁵ Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

Ilustración 15
Evolución perfil de vencimientos
 (Millones de pesos)



Características de las líneas de bonos

| Covenants líneas de bonos (Línea 698-Serie C) | | | |
|--|--|------------|------------|
| | Límite | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
| Deuda financiera/Patrimonio total | No superior a 2 veces | 1,52 veces | 1,68 veces |
| EBITDA/gastos financieros netos | Entre 31/03/2015 hasta 31/12/2015 superior a 2,5 veces Desde el 31/03/2016 superior a 3,0 veces | 4,20 veces | 4,56 veces |
| Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías | Superior a 1,3 veces | 2,69 veces | 2,45 veces |

| Covenants líneas de bonos (Línea 860-Serie E) | | | |
|--|-----------------------|------------|------------|
| | Límite | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
| Deuda financiera neta/Patrimonio total | No superior a 2 veces | 1,37 veces | 1,47 veces |
| Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías | Superior a 1,3 veces | 2,69 veces | 2,64 veces |

"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."