

Controlador de Megasalud y clínicas Avansalud, Tabancura y Bicentenario, entre otras

Humphreys mantiene la clasificación de riesgo de los bonos de Red Salud en "Categoría A", modificando su tendencia desde "Estable" a "En Observación"

Santiago, 11 de mayo de 2016. **Humphreys** decidió ratificar la clasificación de riesgo de los bonos emitidos por **Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)** en "Categoría A". La tendencia asignada se modificó a "En Observación".

Red Salud, en 2014 y 2015, enfrentó el retraso de la puesta en marcha de la ampliación de Clínica Tabancura, así como el rezago en la rentabilización de las operaciones de Clínica Bicentenario, junto con el deterioro de los resultados de Megasalud. Por ello, en 2015 la compañía propuso a los tenedores de bonos la modificación de uno de sus resguardos financieros¹, además, de un importante reordenamiento a nivel de los principales ejecutivos de la compañía. Cabe señalar que, según los datos enviados por los emisores, los cambios realizados a la gestión estarían evidenciando una relevante mejora en márgenes.

La situación antes descrita, en lo referente al atraso de las obras y maduración de nuevos centros, siempre fue identificada por **Humphreys** como uno de los riesgos del emisor, en particular dada la envergadura de su plan de inversión. Dentro de este contexto, en opinión de esta clasificadora, si bien se mantienen parte importante de los aspectos estructurales que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos de **Red Salud**, lo cierto es que al rezago de los flujos esperados de los activos en proceso de consolidación (como es el caso de Clínica Bicentenario y la ampliación de Clínica Tabancura), se ha sumado la disminución de los flujos de inversiones ya consolidadas, como es el caso de Megasalud.

Esta última filial ha sido una de las más relevantes del grupo en términos de ingresos, EBITDA y dividendos entregados a la matriz. Sin embargo, se ha observado un detrimento en estos flujos, producto de mayores costos, sin el correspondiente aumento en la actividad, junto con mayores requerimientos de financiamiento para la dotación de equipos para esta filial. Además, la consolidación de Clínicas Regionales Seis (ACR6) ha provocado un incremento de la deuda financiera del emisor.

Dada esta conjunción de hechos, se ha observado, por un lado, un persistente y elevado nivel de endeudamiento financiero relativo al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)², mientras que por otro lado, se vislumbran menores holguras para el perfil de vencimiento de la deuda (sin considerar la amortización del bono serie A en 2016 que, necesariamente, se deben refinanciar). De este modo, si en el proceso de clasificación pasado el máximo pago anual ocurría en 2017, igual a \$ 6.905 millones, permitía disminuciones de alrededor de un 50% en el FCLP (de 2014) para poder hacer frente a este vencimiento. Sin embargo, en el perfil de vencimientos actual el máximo pago anual también ocurre en 2017, pero se incrementa a \$11.700 millones, de este modo el FCLP (de 2015) sólo puede disminuir en un 19,2%.

¹ Este corresponde al *covenant* de cobertura de gastos financieros –medido como el cociente entre EBITDA y gastos financieros netos– cuyo límite debe ser superior a 3,0 veces, pero se redujo a 2,5 veces hasta el 31/12/2015, a contar del 31/03/2016 regresa al límite de 3,0 veces.

² 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.

Con todo lo anterior, la tendencia de la categoría de riesgo cambia desde “*Estable*” a “*En Observación*”, con el objeto de monitorear, tras los cambios de gestión realizados por la compañía, si estos logran generar un incremento en los flujos que permita disminuir los indicadores de endeudamiento relativo. Según las proyecciones para 2016, la compañía debería llegar a ratios de endeudamiento relativo al EBITDA menores a las 5,0 veces y márgenes EBITDA para Clínica Bicentenario y Megasalud superiores al 10%. En caso que no se cumplan estas proyecciones, la clasificación podría verse revisada a la baja.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Red Salud** 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 a 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 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 auspiciosa expectativa en cuanto al 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 **Red Salud** 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 considerado la experiencia y formación de los equipos directivos a nivel de filiales y de matriz. Asimismo, se considera favorable que el controlador de **Red Salud** 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 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 y las fortalezas propias de Megasalud, Avansalud y Tabancura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación). La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **Red Salud**, 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 importancia relativa de los activos que están en procesos de consolidación en términos de ingresos. Con todo el riesgo está mitigado por cuanto las inversiones en las clínicas Avansalud, que inauguró sus ampliadas instalaciones a fines de 2010, y Bicentenario ya están aportando ingresos y, además, se espera que la segunda de ellas cada año incremente su impacto en el flujo de caja del emisor.

El proceso de calificación recoge adicionalmente la concentración por deudores, que en la práctica –dada la estructura de seguros de salud en Chile- corresponden a ocho entidades, básicamente isapres, 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). Con todo, a juicio de **Humphreys**, este tipo de riesgo mantiene baja probabilidad de manifestarse en el presente y es inherente a toda la industria.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación se relaciona con la concentración de los ingresos y del EBITDA por establecimientos médicos. También se debe considerar la rápida obsolescencia de los equipamientos, lo cual 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 que existen en el mercado posibilidades de financiamiento (*leasing*).

Es importante destacar que la clasificación de riesgo incorpora el hecho 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 alcanzan su consolidación. Dado lo anterior, la situación actual de **Red Salud** subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo la cual debiera incrementarse sustancialmente en los años venideros, una vez que la clínica Bicentenario alcance todo su potencial, así como cuando se ponga término a la extensión y remodelación de la clínica Tabancura.

La mayor certeza de estos flujos, comparados con otro tipo de proyectos, responde a que se trata de inversiones propias del negocio central del emisor³ y que, tanto en el caso de Tabancura, representan incrementos de la capacidad operativa de instalaciones ya existentes. Por lo demás, los resultados financieros de las clínicas Bicentenario y Avansalud ya muestran una clara tendencia al alza.

Red Salud 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 2015, está constituida por una red de 10 clínicas y de 32 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

Durante 2015, Red Salud adquirió el 100% de Administradora de Clínicas Regionales Seis S.p.A. (ACR6) y sus subsidiarias, que incluye; Clínica Elqui (La Serena), Clínica Valparaíso (Valparaíso), Clínica Integral (Rancagua), Hospital Clínico Universidad Mayor (Temuco) y Clínica Magallanes (Punta Arenas).

La entidad es controlada por Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A. (ILC), firma que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Sus filiales más importantes son Megasalud (99,99%), Clínica Tabancura (99,99%), Clínica Avansalud (99,99%), Clínica Bicentenario (99,99%), Clínica Iquique (52,15%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100,00%) Inmobiliaria Clínica (99,99%) y Oncored (100,00%).

Durante el período 2015, **Red Salud** generó ingresos por \$281.389 millones (US\$ 396,2 millones⁴) y un EBITDA de \$27.231 millones (US\$ 38,3 millones). Al cierre del ejercicio 2015, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$187.839 millones (US\$ 264,5 millones), con un patrimonio total consolidado de \$122.947 millones (US\$ 173,1 millones).

Para mayores antecedentes, consultar la reseña de clasificación en www.humphreys.cl.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		A
Bonos	BREDS-A	A
Bonos	BREDS-C	A

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: (56) 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl

³ Inversiones orientadas a una demanda que, desde una perspectiva socio-económica y geográfica, ya es atendida por el emisor.

⁴ Tipo de cambio utilizado \$710,16/US\$ al 31/12/2015.

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200 / Fax (56) 22433 5201

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".