

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

Humphreys mantuvo en “*Categoría A*” la clasificación de bonos de Red Salud

Santiago, 12 de mayo de 2015. **Humphreys** decidió ratificar la clasificación de riesgo de los bonos emitidos por **Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)** en “*Categoría A*”. La perspectiva de la clasificación se mantuvo “*Estable*”.

En 2014 la compañía atravesó por una serie de contratiempos que impactaron en la generación de flujos –como es el caso del retraso en un año de la puesta en operación de clínica Tabancura y el rezago en la rentabilización de la operación de la clínica Bicentenario– lo que llevó a proponer a los tenedores de bonos la modificación de uno de sus resguardos financieros. 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. Si bien la compañía se encuentra en cumplimiento del resguardo, lo cierto es que se prevé que en el presente periodo enfrente situaciones que podrían afectar la capacidad para mantener este ratio. Tras la reunión con los tenedores de bonos, se redujo el límite a 2,5 veces.

De esta forma, el *covenant* de EBITDA sobre gastos financieros tendrá este menor nivel durante el periodo comprendido entre el 31/03/2015 hasta el 31/12/2015, para luego regresar al límite de 3,0 veces, a contar del 31/03/2016. Además, se incorporó la cláusula transitoria, hasta el 31/12/2015, en la cual **Red Salud** se compromete a no tomar nueva deuda financiera con fines distintos de aquellos propios de las operaciones de sus actuales proyectos en desarrollo. A su vez, la compañía se comprometió a pagar por una sola vez a los tenedores de bonos una comisión equivalente a 0,30% del saldo insoluto del capital de los bonos.

Cabe señalar que 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. Asimismo, se señalaba que se trata de un riesgo transitorio y susceptible de ser controlado, tal como está sucediendo en los hechos. Dentro de este contexto, en opinión de la clasificadora, se mantienen los aspectos estructurales que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos de **Red Salud**, más allá que algunos flujos esperados tendrán un rezago en relación con lo inicialmente presupuestado. Sin perjuicio de ello, **Humphreys** se mantendrá atento a la evolución de la actividad de Clínica Bicentenario y de la ejecución de las obras en Clínica Tabancura, de manera de constatar que su desarrollo no afectará negativamente la viabilidad del modelo de negocio, tanto en su capacidad para generar flujos en el largo plazo como en los niveles de endeudamiento requeridos.

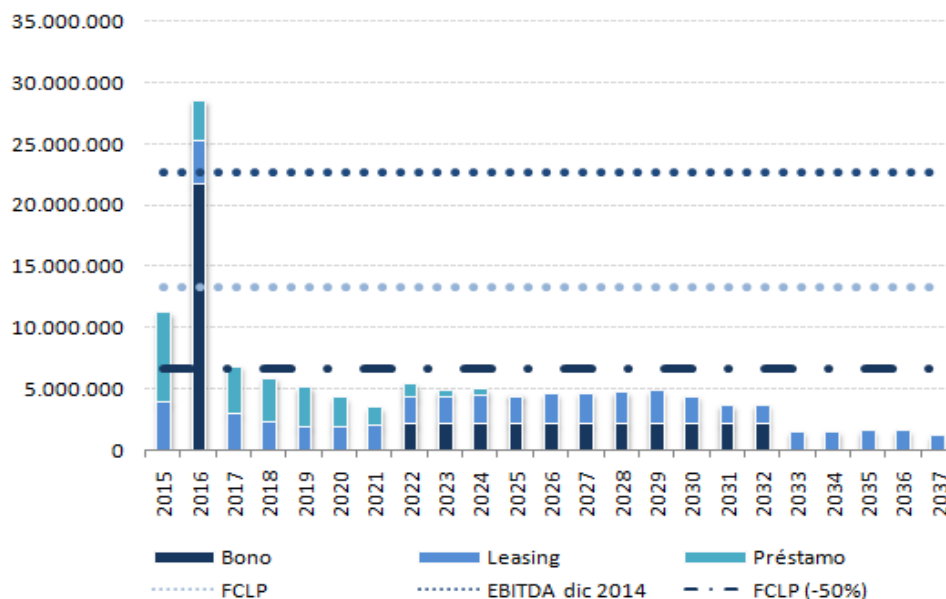
Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Red Salud** en “*Categoría A*” se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla el grupo de empresas que forman el *holding*, tanto de manera individual como agregada. En efecto, la actual 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.

A su vez, la compañía ha logrado estructurar un financiamiento de largo plazo que se ajusta al perfil de sus inversiones con importantes holguras, salvo para el *bullet* de 2016 (altamente refinanciable). En el perfil de vencimiento, el Flujo de Caja de Largo Plazo de 2014 (FCLP)¹ soporta caídas de hasta un 59% y aun así la empresa es capaz de enfrentar los pagos anuales

¹El 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.

que debe realizar, tal como se muestra en la Ilustración 1. En síntesis, cerca del 52% de los pasivos financieros comienzan a amortizar a partir del 2017, siendo los elevados excedentes de cajas que se dan a partir de ese año los que explican la alta factibilidad de refinanciamiento de la deuda que vence en 2016.

Ilustración 1
Evolución perfil de vencimientos
(M\$. 2015-2037)



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, (cuya solvencia se ve reflejada en una clasificación en “*Categoría AA+*”) y, por ello, 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 positivos se encuentra la estabilidad de los márgenes con que operan las distintas filiales, y 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.

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, y los niveles de inversión para los próximos años, básicamente la ampliación de la Clínica Tabancura. 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 emisor² 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 2014, está constituida por una red de 17 clínicas y de 32 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

A fines de 2014, la sociedad e Inmobiliaria Clínicas Regionales informaron el término de la asociación en Administradora Clínicas Regionales Dos S.A. Como resultado de esta división, proceso que concluyó el 30 de abril de 2015, **Red Salud** pasará a ser dueña de Clínica Elqui, Clínica Valparaíso, Clínica Integral (Rancagua), Clínica Mayor (Temuco) y Clínica Magallanes.

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%), Inmobiliaria Clínica (99,99%) y Oncored (100%).

Durante el período 2014, **Red Salud** generó ingresos por \$213.002 millones (US\$ 351,1 millones³) y un EBITDA de \$21.590 millones (US\$ 35,6 millones). Al cierre del ejercicio 2014, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$145.491 millones (US\$ 239,8 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 115.184 millones (US\$ 189,8 millones).

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 - 22 433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 - Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

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

E-mail: ratings@humphreys.cl

<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".

² Inversiones orientadas a una demanda que, desde una perspectiva socio-económica y geográfica, ya es atendida por el emisor.

³ Tipo de cambio utilizado \$606,75/US\$ al 31/12/2014.