

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

Humphreys ratifica clasificación de riesgo de los bonos de Red Salud y modifica la tendencia a "En Observación"

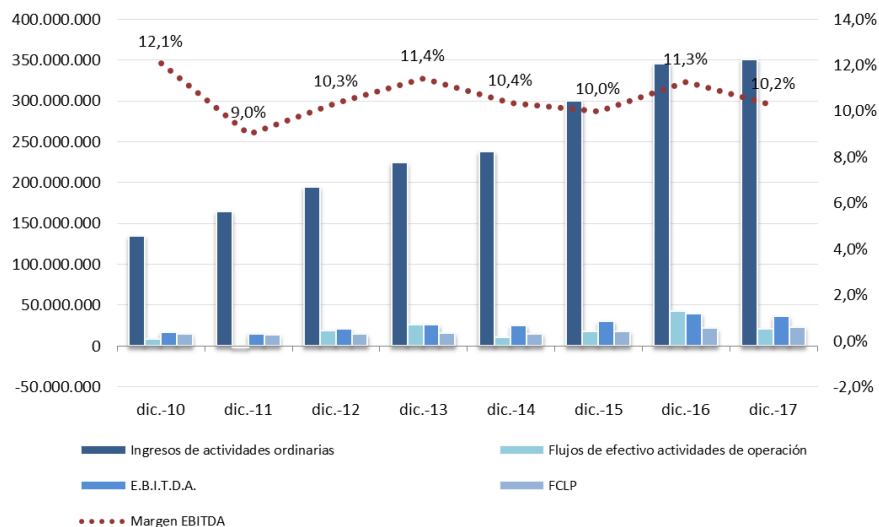
Santiago, 27 de abril de 2018. **Humphreys** decidió ratificar la clasificación de riesgo de los bonos emitidos por **Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)** en "Categoría A", mientras que la perspectiva de la clasificación se modificó desde "Estable" a "En Observación".

La modificación en la tendencia de la clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Red Salud**, desde "Estable" a "En Observación" responde, principalmente, a la baja en los resultados durante el último año, situación que refleja que la consolidación de las inversiones ha sido más lenta que lo presupuestado inicialmente por la administración y, por ende, no ha sido posible alcanzar el endeudamiento relativo esperado.

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 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 y una sólida posición competitiva. En la actualidad, el grupo mantiene una oferta de 986 camas instaladas y 1.379 boxes para consultas médicas, de urgencia y dentales, distribuido en 9 clínicas y 31 centros de atención ambulatoria y dental.

Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP

(\$M)



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. Según proyecciones demográficas del INE actualmente alrededor del 15,0% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,3% y en 2030 a 22,3%.

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.

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 Megasalud, Avansalud y Tabancura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación) y 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 aún están en proceso de consolidación en términos de ingresos, principalmente la Clínica Tabancura que recientemente terminó la construcción de la operación conjunta de las dos torres. Con todo, el riesgo está mitigado por cuanto las inversiones en las clínicas Avansalud, que inauguró sus ampliadas instalaciones a fines de 2010, a la fecha genera flujos estables y altos márgenes, y Bicentenario ya está aportando ingresos y EBITDA, además, se espera que cada año incremente su impacto en el flujo de caja del emisor.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación, se relaciona con la concentración de los ingresos y el EBITDA por establecimientos médicos. Sin embargo, se considera que Megasalud por sí solo presenta una mayor diversificación, ya que cuenta con una red de 31 centros médicos y dentales a lo largo de todo Chile.

La rápida obsolescencia de los equipamientos también fue analizado 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 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 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, la clínica Tabancura y recientemente, las inversiones en las clínicas regionales de Valparaíso, Magallanes y Elqui alcancen todo su potencial. Se espera que cuando Clínicas Bicentenario y Tabancura consoliden una capacidad de generación de flujo, los ratios de endeudamiento relativo a EBITDA se sitúen en valores en torno a las 3 veces.

La mayor certeza de estos flujos, comparados con otro tipo de proyectos, responde a que se trata de inversiones propias del negocio central del emisor¹ y que en el caso de Tabancura representa incrementos de la capacidad operativa de instalaciones ya existentes. Por lo demás, los resultados financieros de la clínica Bicentenario ya muestran una clara tendencia al alza.

A futuro, la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que la maduración y rentabilidad de las recientes inversiones sean considerablemente superiores a las que **Humphreys** ha asumido en su evolución.

¹ Inversiones orientadas a una demanda que, desde una perspectiva socio-económica y geográfica, ya es atendida por el emisor.

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 2017, está constituida por una red de 9 clínicas y de 31 centros de atención médica 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 Megasalud (99,99%), Clínica Tabancura (99,99%), Clínica Avansalud (99,99%), Clínica Bicentenario (99,99%), Clínica Iquique (92,2%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100,00%) y Oncored (100,00%).

Durante el período 2017, **Red Salud** generó ingresos por \$348.758 millones (US\$ 567,3 millones²) y un EBITDA de \$34.902 millones (US\$ 56,8 millones). En el mismo periodo, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$197.912 millones (US\$ 321,9 millones), con un patrimonio total consolidado de \$129.605 millones (US\$ 210,8 millones).

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		A
Bonos	BREDS-C	A
Bonos	BREDS-D	A
Bonos	BREDS-E	A
Bonos	BREDS-F	A
Bonos	BREDS-G	A

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl



<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".

² Tipo de cambio utilizado \$614,75/US\$ al 31/12/2017.