



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de  
Clasificación y Tendencia**

Analistas

Macarena Villalobos M.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

[macarena.villalobos@humphreys.cl](mailto:macarena.villalobos@humphreys.cl)

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Clínica Las Condes S.A.

**Abril 2017**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de Bonos	A <sup>1</sup>
Tendencia	Estable <sup>2</sup>
Acciones (LAS CONDES)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2016

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Línea de Bonos a 10 años	Nº 682 de 07.10.2011
Línea de Bonos a 30 años	Nº 721 de 23.04.2012
Serie B (BLCON-B)	Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos totales	127.363.165	138.851.439	156.386.447	178.053.963	198.679.421
Costo de ventas	-93.648.725	-101.680.917	-119.054.788	-144.723.022	-165.179.151
<b>Margen bruto</b>	<b>33.714.440</b>	<b>37.170.522</b>	<b>37.331.659</b>	<b>33.330.941</b>	<b>33.500.270</b>
Gastos de administración	-11.052.847	-13.033.712	-16.392.201	-18.063.188	-21.980.868
<b>Resultado operacional</b>	<b>22.661.593</b>	<b>24.136.810</b>	<b>20.939.458</b>	<b>15.267.753</b>	<b>11.519.402</b>
Costos financieros	-1.316.463	-1.333.421	-1.511.274	-4.113.405	-6.039.527
Utilidad del ejercicio	16.564.118	18.105.136	14.652.607	5.270.344	1.500.249
EBITDA	28.411.042	30.104.294	26.454.901	24.154.411	21.535.990

Balance General Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2012	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes	73.629.245	89.353.613	99.667.579	93.291.662	120.612.834
Activos no corrientes	137.783.909	172.122.383	209.813.744	236.950.980	255.669.866
<b>Total activos</b>	<b>211.413.154</b>	<b>261.475.996</b>	<b>309.481.323</b>	<b>330.242.642</b>	<b>376.282.700</b>
Pasivos corrientes	28.945.135	29.510.393	42.861.157	58.291.126	68.225.400
Pasivos no corrientes	31.902.204	71.369.700	100.027.756	114.086.995	147.887.187
<b>Pasivos totales</b>	<b>60.847.339</b>	<b>100.880.093</b>	<b>142.888.913</b>	<b>172.378.121</b>	<b>216.112.587</b>
Patrimonio	150.565.815	160.595.903	166.592.410	157.864.521	160.170.113
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>211.413.154</b>	<b>261.475.996</b>	<b>309.481.323</b>	<b>330.242.642</b>	<b>376.282.700</b>
Deuda financiera	30.516.923	70.392.856	103.717.144	130.913.843	168.522.951

<sup>1</sup> Clasificación anterior: A+.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: "En Observación".

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Clínica Las Condes S.A. (Clínica Las Condes)** es una sociedad, constituida en 1979, que junto con sus filiales cubre prácticamente la totalidad de las especialidades médicas y desarrolla actividades hospitalarias y ambulatorias. Las sociedades filiales del emisor lo conforman: Diagnósticos por Imágenes Ltda. (49,19%), Servicios de Salud Integrados (99,90%), Prestaciones Médicas Las Condes S.A. (97,00%), Inmobiliaria CLC S.A. (99,99%) y Seguros CLC S.A. (99,00%).

La clínica tiene una importante participación dentro de las clínicas privadas de la Región Metropolitana, con un 8,5% del total de oferta de camas y está posicionada como una de las clínicas líderes en innovación, complejidad y tecnología de Latinoamérica. Durante el diciembre de 2016, **Clínica Las Condes** generó ingresos por \$198.679 millones (US\$ 296,8 millones<sup>3</sup>) y un EBITDA de \$21.535 millones (US\$ 32,2 millones). Al cierre del de 2016, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$168.522 millones (US\$ 251,7 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 160.170 millones (US\$ 239,2 millones).

El cambio en la clasificación de los bonos de **Clínica Las Condes** desde “Categoría A+” a “Categoría A” responde al aumento relativo experimentado por el emisor, debido al crecimiento de la deuda contraída por el emisor y la tendencia negativa mostrada en los márgenes del negocio. En efecto, se observa que la relación entre pasivo exigible y patrimonio aumentó desde 1,09 veces en 2015 (0,88 en 2014) a 1,35 veces al cierre del ejercicio de 2016; que la relación entre deuda financiera y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>4</sup> pasó desde 3,7 veces a 5,1 veces entre los años 2015 y 2016; y que la estructura del balance ha cambiado. Esto último, porque la relación entre propiedades, planta y equipo, por un lado, y la deuda financiera, por otro, que ascendía a 5,3 veces en 2010 se redujo a 1,4 veces en 2016 (1,7 en 2015).

Dentro de las fortalezas quedan sustento a la clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Clínica Las Condes** se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla la clínica, lo que ha repercutido favorablemente en la fortaleza de la marca dentro de su mercado objetivo. La actual estructura operativa ha posicionado a la clínica como un prestador médico de alta complejidad, siendo pionero en la utilización de tecnologías y terapias en el país. De esta forma, la clínica es capaz de entregar de una extensa gama de servicios médicos –como por ejemplo, consultas médicas a intervenciones quirúrgicas de muy alta complejidad– accediendo a una amplia y diversificada base de clientes, en términos de prestaciones entregadas. Estas características le permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva. Además se valora favorablemente, la experiencia y formación de los equipos directivos con elevada

<sup>3</sup> Tipo de cambio utilizado \$669,47/US\$ al 01/01/2017.

<sup>4</sup> 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.

experiencia, tanto en temas de administración como médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, su evolución y demanda.

La clasificación de riesgo se ve reforzada, además, por el hecho de que la sociedad se desenvuelve en un sector con auspiciosas expectativas 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. Cabe considerar, que el emisor tiene como filial una compañía de seguros lo que, en lo relativo a productos de salud, genera sinergias entre ambas entidades, más allá del desarrollo independiente que pueda tener la aseguradora (que, a su vez, favorece la generación de flujos).

El perfil de pago de la deuda, en relación con la generación de flujos del emisor, presenta una situación menos favorable que lo observado en años anteriores, no obstante, persiste la capacidad de la empresa para refinanciar los pasivos en la eventualidad que fuere necesario.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración geográfica de la generación de flujos por parte del emisor. Particularmente, casi la totalidad de los ingresos de **Clínica Las Condes** se generan en su complejo ubicado en la comuna del mismo nombre, así cualquier siniestro que afecte a estos inmuebles repercutiría negativamente en los flujos de la entidad. La concentración de las instalaciones operativas también afecta a la contribución potencial de pacientes para aquellas actividades que generan mayores márgenes, como es el hospitalario y de imagenología. Se espera, dadas las nuevas inversiones, que a futuro se acceda a menores niveles de concentración.

Otro aspecto que se ha considerado como negativo ha sido la tendencia negativa que ha presentado el margen EBITDA con que opera la clínica, el cual ha disminuido considerablemente desde el año 2010 al 2016, registrando su menor margen en este último periodo, donde alcanzó un 10,9%, mientras que a diciembre de 2015, este margen ascendía a 13,6%. Eventualmente, alcanzada una mayor madurez de las nuevas inversiones, sería factible revertir la tendencia del margen EBITDA.

El proceso de calificación recoge, adicionalmente, la concentración por deudores que en la práctica dada la estructura de seguros de salud en Chile– corresponde 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).

También se ha considerado, negativamente, que la estructura de la propiedad de la compañía se encuentra bastante atomizada. No presenta accionistas de carácter controlador, como tampoco un pacto para este fin. De esta forma, la gobernabilidad y estrategia futura de la compañía, para que sea estable en el tiempo y no esté sujeta a eventuales riesgos de reputación y/o operativos, requiere descansar en un gobierno corporativo de elevados estándares de calidad. Además, y en caso de crisis excepcionales, la compañía no cuenta con el respaldo de un grupo que posea la fortaleza financiera

para inyectar rápidamente capital, por ejemplo, en un escenario de disminución abrupta de flujos. Sin perjuicio de lo anterior, es necesario precisar que la advertencia realizada no reviste riesgo en tiempos de normalidad, tal como lo refleja el hecho que las inversiones que está realizando y que ha realizado en el pasado la compañía se han llevado a cabo con un *mix* entre deuda y aportes de capital.

Asimismo, la clasificación de riesgo se ve restringida, ya que durante 2014, la compañía inició un plan para duplicar su superficie construida, y con ello la empresa tiene activos que hasta el día de hoy, están en procesos de ejecución, consolidación y madurez en términos de ingresos. De este modo, una parte de la deuda de la compañía está asociada a activos en etapa de ejecución que aún no alcanzan su consolidación, por lo que la situación actual de la clínica subestima, en parte, su capacidad de generación de flujos de largo plazo.

A su vez, se ha considerado negativamente la rápida obsolescencia del equipamiento, lo cual genera inversiones recurrentes que presionan la caja de la compañía. Junto con ello, se ha considerado que la clínica pertenece a una industria que está bajo un alto nivel de competencia. Así, el sector privado de salud ha experimentado un alto nivel de crecimiento y de oferta de infraestructura, en la que, además, las entidades en este mercado deben realizar constantes inversiones para mantener la posición relativa en la industria.

Junto con lo anterior, la industria en la que está inmersa **Clínica Las Condes** no está ajena a riesgos regulatorios, con posibles efectos en costos o ingresos.

Los títulos accionarios de la sociedad se clasifican en “Primera Clase Nivel 3”, atendiendo a la adecuada solvencia del emisor y la liquidez bursátil de los instrumentos, que a septiembre de 2016 alcanzan un nivel de presencia igual a 31,4%.

La perspectiva de la clasificación se califica “Estable”, considerando que ya se conoce el impacto de los errores contables desde al año 2008 al cierre del ejercicio de los estados financieros a diciembre de 2016 (y que había llevado a que la tendencia se calificase “En Observación”).

A futuro, la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que la maduración y rentabilidad de las recientes inversiones permita revertir el endeudamiento relativo del emisor y que los índices financieros alcancen niveles similares a los mostrados en años anteriores.

Para la mantención de la clasificación, se requiere que las recientes inversiones se enmarquen dentro de los parámetros asumidos por la clasificadora, sin perjuicio de entender que lo más probable es que puedan existir desviaciones razonables respecto a lo inicialmente presupuestado.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Modelo de negocio exitoso y consolidado.
- Elevada fortaleza de la demanda actual y potencial.

### Fortalezas complementarias

- Negocio con estabilidad de márgenes en el largo plazo.

### Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marca.

### Riesgos considerados

- Concentración geográfica en la generación de flujos (riesgo aminorado vía seguros).
- Activos en etapa de ejecución y/o baja maduración (necesidad de rentabilizarlos).
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Industria con 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).
- Necesidad de gobiernos corporativos eficaces para aminorar riesgo de reputación y operativos (riesgo controlable).

## Hechos relevantes

### Resultados a diciembre de 2016<sup>5</sup>

Durante el 2016, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 198.679 millones, lo que representó un crecimiento de 11,6% respecto a igual período del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$165.179 millones, implicando un incremento de 14,1% respecto de diciembre de 2015, lo que se explica por el mayor costo operacional que aparejó la ampliación de la clínica. De esta forma, el margen bruto sobre ingresos de la compañía cayó desde 18,7%, en diciembre de 2015, a un 16,9%, en diciembre de 2016. A su vez, los gastos de administración han aumentado un 21,7% para el mismo periodo analizado.

El EBITDA de la empresa finalizó el año en \$21.535 millones, un 10,8% inferior al mismo periodo del 2015, producto del incremento real de las remuneraciones administrativas y los mayores gastos asociados al crecimiento de la actividad (efectos de ampliación de la clínica).

La utilidad de la clínica disminuyó un 71,5% alcanzando \$ 1.500 millones, tanto por lo expuesto en los párrafos anteriores como por la mayor inflación.

A diciembre de 2016, la deuda financiera de la compañía fue de \$168.522 millones, lo que corresponde a un alza de 28,7% por la obtención de créditos bancarios.

<sup>5</sup> Producto de errores detectados en la contabilidad durante el año 2016, los EEFF de 2105 fueron re-confeccionados; por lo tanto, son comparables con los del ejercicio de 2016.

## Eventos recientes

A partir de inicios de noviembre de 2015, **Clínica las Condes S.A.** ha venido implementando una nueva plataforma administrativa que soporta los principales procesos de la sociedad, incluido el sistema financiero contable, conocida como sistema SAP.

Para lograr la correcta implementación de este nuevo sistema, el Directorio de CLC y su Administración tomaron nuevas medidas para adaptar su contabilidad a las exigencias de la plataforma, como el fortalecimiento de la estructura organizacional, una redefinición de procesos y la revisión de políticas contables. Fue con este mix de cambios, que la administración logró identificar diferencias de arrastre en la contabilidad a partir de año 2008, razón por la cual el Directorio se vió en la obligación de encargar una auditoría independiente a la empresa PricewaterhouseCoopers, para determinar el monto exacto al que las diferencias contables pueden ascender, su origen e impacto sobre los estados financieros de la sociedad, los cuales se vieron reflejados en los ajustes contables realizados sobre los ejercicios 2015 y 2016, según se describe a continuación:

- A. Durante el mes de diciembre de 2016 la Sociedad efectuó la toma de inventarios físicos a la totalidad de su bodega central y bodegas periféricas. Producto de esta toma de inventario se determinó una diferencia de \$ 772.064 millones, los cuales fueron ajustados con cargo al resultado del ejercicio 2015 por \$ 313.898 millones y con cargo a resultados acumulados del patrimonio al 1 de enero de 2015 por \$ 458.166 millones.
- B. Como parte del proceso de revisión de las cuentas por cobrar se identificaron ajustes principalmente por diferencias de valorización de los cargos asociados a pacientes del Fonasa (GRD), lo cual originó ajustes en los rubros de prefacturas y cargos por facturar. Los ajustes aquí determinados ascienden a un mayor cargo al resultado del ejercicio 2015 por \$ 1.102.286 millones y un cargo a los resultados acumulados en patrimonio al 1 de enero de 2015 por \$ 178.656 millones.
- C. En relación al concepto de honorarios médicos, registrado como parte del rubro de cuentas comerciales por pagar, Clínica Las Condes S.A. a través de su filial Servicios de Salud Integrados S.A., recauda mediante mandato los honorarios de las prestaciones que realizan los médicos que prestan sus servicios profesionales en ella. Este ingreso se paga íntegramente al profesional descontando una comisión, razón por la cual, en los ingresos de actividades ordinarias consolidados de Clínica Las Condes S.A., sólo se refleja dicha comisión. Producto de la revisión realizada, se detectó una incorrecta parametrización de sistemas, consistente en que el registro de los ingresos por honorarios médicos correspondientes a interconsultas otorgadas en el Servicio de Urgencia, se habían presentado como ingresos de actividades ordinarias de la Sociedad, debiendo haberse reconocido como honorarios médicos por pagar. La regularización de este registro significó reconocer un mayor cargo al resultado del ejercicio

2015 por \$652.992 millones y un cargo a los resultados acumulados en el patrimonio al 1 de enero de 2015 por \$5.736.910 millones.

- D. En forma adicional, la Sociedad efectuó regularizaciones de ciertos registros contables que afectaron principalmente el rubro de otras cuentas por pagar, propiedades, planta y equipos y activos por impuestos corrientes por M\$ 1.657.268 con cargo al resultado del ejercicio 2015 y un cargo de M\$ 446.778 a los resultados acumulados en el patrimonio al 1 de enero de 2015.

## Definición categorías 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 que pertenece o en la economía.

### Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios con una buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Negocio exitoso: sólido posicionamiento de mercado:** **Clínica Las Condes** basa su estrategia de negocios en ser un prestador médico de alta complejidad, siendo pionero en la implementación y utilización de tecnologías y terapias en el país. De esta forma, la clínica es capaz de ofrecer, prácticamente, todas las especialidades médicas, permitiéndole generar integración, sinergias y fidelización de clientes entre las distintas unidades de negocio, las que comprenden: hospitalización, urgencia, diagnóstico y apoyo clínico, consultas médicas y seguros complementarios (planes especiales). Así, por ejemplo, los seguros complementarios, como las consultas médicas y de urgencia permiten generar un importante flujo de pacientes a las dos unidades restantes.

Asimismo, la marca **Clínica Las Condes** es reconocida, valorada en el mercado y con amplia trayectoria, entregando una atención global. Durante diciembre de 2016, generó 641.811 consultas médicas, creciendo un 8,0% respecto del año 2015.

**Crecimiento de la demanda:** Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda por 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 7,3%<sup>6</sup> del PIB, lo que es un porcentaje bajo respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 8,9%. 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 2014, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 144,6%<sup>7</sup>. El dinamismo de la demanda, bajo supuesto de una adecuada gestión, debiera favorecer el mantenimiento de los márgenes en el largo plazo (aunque, podría ser, con niveles inferiores a los observados en el pasado).

**Experiencia y formación de los equipos profesionales:** El equipo profesional de **Clínica Las Condes** cuenta con elevada experiencia operativa, con diversidad de especializaciones en materia de salud y reconocimiento del mercado de sus cuadros médicos, lo cual actúa positivamente en la buena imagen de la entidad.

## Factores de riesgo

**Concentración geográfica en la generación de los flujos:** Prácticamente, la totalidad de los flujos que genera **Clínica Las Condes** se concentran en un lugar geográfico de la zona oriente de Santiago. De esta forma, cualquier siniestro, ya sea ocasionado por fenómenos naturales o provocados por el hombre, que afecte directamente a estos inmuebles o el acceso a los mismos, repercutiría negativamente en los flujos de la entidad. Sin embargo, este riesgo se encuentra aminorado por el hecho que la compañía cuenta con seguros por lucro cesante.

De la misma manera, la sociedad tiene acotado a sólo dos puntos –la clínica propiamente tal y, en menor medida, su centro médico ubicado en Chicureo– la contribución del flujo potencial de pacientes para las actividades que le generan mayores márgenes, como es el hospitalario y de imagenología. Cabe señalar, que la compañía se encuentra construyendo, en la comuna de Peñalolén, un centro médico que le permitirá un mayor flujo potencial y diversificación de clientes. Además, aunque en menor medida, implicará una reducción de la importancia relativa de los ingresos de su principal centro clínico, sobretodo en el área de urgencia, consultas médicas y radiología, entre otros.

**Propiedad atomizada:** La estructura de propiedad de la compañía se encuentra bastante desconcentrada. No presenta accionistas de carácter controlador, como tampoco accionistas mayoritarios. De esta forma, la gobernabilidad de la institución requiere de un sólido gobierno corporativo que atenúe en forma eficaz los riesgos operativos y de reputación.

En caso de ser necesario, la compañía no cuenta con un grupo controlador que posea fortaleza financiera en caso que el emisor necesite aportes rápido de capital (obviamente siempre es posible

<sup>6</sup> Base de datos de la OCDE sobre la salud 2015. Datos a 2014.

<sup>7</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

acceder a aumentos de capital, pero se estima que la probabilidad de éxito aumenta cuando exista un controlador financieramente sólido).

**Consolidación de las inversiones:** Durante 2014, Clínica Las Condes inició un plan para duplicar su superficie construida, y con ello la empresa presenta activos que están en procesos de ejecución, consolidación y madurez en términos de ingresos. A lo anterior, se suma los inicios de la construcción del nuevo centro médico de Clínica Las Condes en la comuna de Peñalolén, proyecto que, como tal, puede enfrentar riesgos de sobre costo y sobre plazo.

La clasificación supone a futuro que las nuevas inversiones lograrán rentabilidades similares a las que exhibió la empresa en el pasado.

**Concentración de deudores:** En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, el 85,6% de los ingresos de **Clínica Las Condes** proviene de las isapres abiertas, mientras que el 9,9% desde Fonasa, esto se traduce en una concentración de los ingresos de la compañía en pocos deudores. Por ende, un escenario de iliquidez de alguna de éstas entidades puede provocar una disminución de los ingresos 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 precisar, 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 (con todo, la experiencia reciente ha mostrado que la regulación, por si misma, no asegura la solvencia de las isapres).

**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 información de la Asociación gremial de Clínicas de Chile A.G.<sup>8</sup>, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en junio del 2015 había un total de 37.552 camas a nivel nacional. De ellas un 66% corresponden a unidades del sector público (24.987), mientras que el 18% a las camas de clínicas privadas (6.775). Se proyecta que para el año 2018, el total de plazas crecerá un 7%, llegando a 40.188. Esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital (para mantener la posición relativa en el sector), pero las 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

---

<sup>8</sup> Fuente: <http://www.clinicasdechile.cl/noticias/proyectos-de-inversion-del-sector-privado-sumaran-mas-de-mil-camas-la-red-de-salud/>

en equipos dada su rápida obsolescencia. Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y la rápida obsolescencia de los equipos médicos.

## Antecedentes generales

### Historia

**Clínica Las Condes** nació en 1978, por iniciativa de un conjunto de médicos, de distintas especialidades, con el propósito de desarrollar un hospital de excelencia. De esta forma, en junio de 1979, se constituye **Clínica Las Condes S.A.**

Así, en el 27 de diciembre 1982 se da inicio a las actividades en la clínica, la que comenzó con una superficie de 15.185 metros cuadrados, con 83 profesionales médicos, 123 camas habilitadas y siete pabellones; actualmente cuenta con 224.031 metros cuadrados, 805 médicos, 338 camas y 18 pabellones.

La compañía desarrolla actividades tanto de tipo hospitalario como ambulatorio, entre las que figuran:

- Hospitalización médica y quirúrgica.
- Unidades de cuidados intensivos e intermedios de adultos, pediatría y neonatología.
- Pabellones quirúrgicos.
- Recuperación post operatoria.
- Laboratorios clínicos.
- Radiología
- Tomografía computarizada.
- Resonancia magnética.
- Radioterapia.
- Medicina nuclear.
- Ecotomografía.
- Hemodiálisis.
- Procedimientos y consultas ambulatorios de, prácticamente, todas las ramas de la medicina.
- Servicio de urgencia

En 2007 comenzaron las operaciones de la compañía de Seguros CLC S.A., filial del emisor, que comercializa, principalmente, seguros complementarios de salud y que, además de sus objetivos propios, contribuye con un importante flujo de clientes a la clínica, sobre todo hacia aquellas áreas que generan mayores márgenes para la entidad.

## Propiedad y administración

### Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2016, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Fernando Enrique Cañas Berkowitz	Presidente
Jorge Larach Said	Vicepresidente
Hector Ducci Budge	Director
Marcos Goycoolea Vial	Director
Carlos SchnappScharf	Director
Luis Raúl Fresno	Director
Mauricio Wainer Elizalde	Director
Ramiro Mendoza Zuñiga	Director
Luis Manuel Rodríguez Cuevas	Director

La administración de la compañía está conformada por los siguientes ejecutivos:

Nombre	Cargo
Gonzalo Grebe Noguera	Gerente General
Erwin Buckel González	Director Médico
Victor Torres Puelma	Gerente Administración y Finanzas
Marcela Pumarino Cruzat	Gerente de Personas
Fernando León Imable	Gerente de Operaciones
Pablo Yarmuch Fierro	Gerente Comercial
Sonia Abad Vásquez	Gerente de Enfermería
Rodrigo Alcoholado Moenne	Gerente de Planificación y Desarrollo
Hellen Sotomayor Peragallo	Gerente de Tecnologías de la Información

### Accionistas

La propiedad del emisor está concentrada en un 50%, aproximadamente, en el equipo médico. No existen en la sociedad accionistas que tengan la calidad de controladores.

Los principales accionistas de **Clínica Las Condes** se presentan a continuación:

Nombre	Número de acciones	% de propiedad
Inversiones Santa Filomena Limitada	1.446.612	17,45%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	618.332	7,40%
Fondo de Inversión privado LLaima	563.725	6,74%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	406.247	4,86%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	386.366	4,62%
Siglo XXI Fondo de Inversión	323.559	3,87%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	283.893	3,40%
Inversiones Gami SPA	272.490	3,26%
Inmobiliaria Conosur Limitada	257.445	3,08%
Chile Fondo de Inversion Small Cap	221.353	2,65%
BTG Pactual Chile SAC de B	116.098	1,39%
Soc. Asesorías e Inversiones Herbert Spencer H.	105.568	1,26%
Otros	3.356.748	40,16%

## Modelo médico

El modelo médico de **Clínica Las Condes** se basa en entregar un servicio de salud integral, de alta complejidad e innovación tecnológica. De esta forma, la clínica cuenta con infraestructura de punta, altos estándares de seguridad y un equipo médico de primera línea a nivel país. **Clínica Las Condes** ha acreditado internacionalmente la calidad y seguridad de sus atenciones de salud, durante tres procesos consecutivos, ante Joint Commission International.

Para llevar a cabo el modelo médico, la empresa y sus filiales desarrollan sus actividades en cinco áreas de negocios:

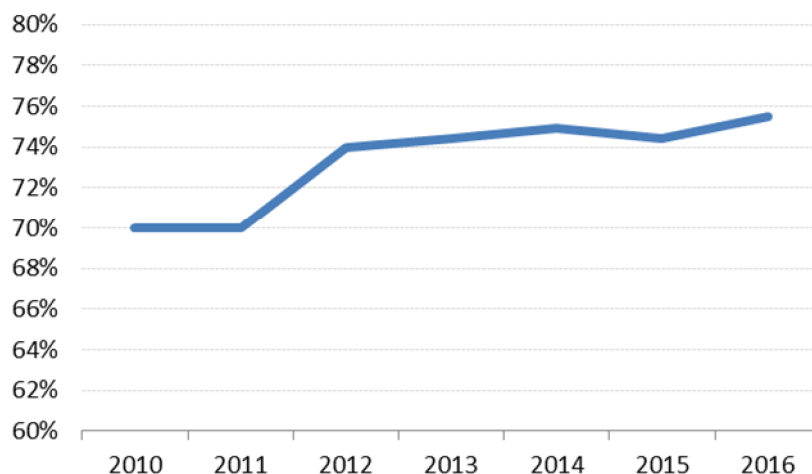
### Servicio de hospitalización

Está dedicado a la atención de casos de alta complejidad, cuenta con un equipo profesional de alto estándar a nivel nacional, modernas instalaciones y equipo de punta a nivel tecnológico.

Esta área incluye los servicios de hospitalización, pabellón y recuperación, siendo la principal fuente de ingresos para **Clínica Las Condes**.

Cuenta con 338 camas habilitadas y 18 pabellones. Además, durante diciembre de 2016, contó con una ocupación promedio de 75,5%, tal como se muestra en la Ilustración 1. Ese año llevaron a cabo 19.020 intervenciones quirúrgicas, de ellas, el 22% fueron operaciones de cirugía mayor ambulatoria.

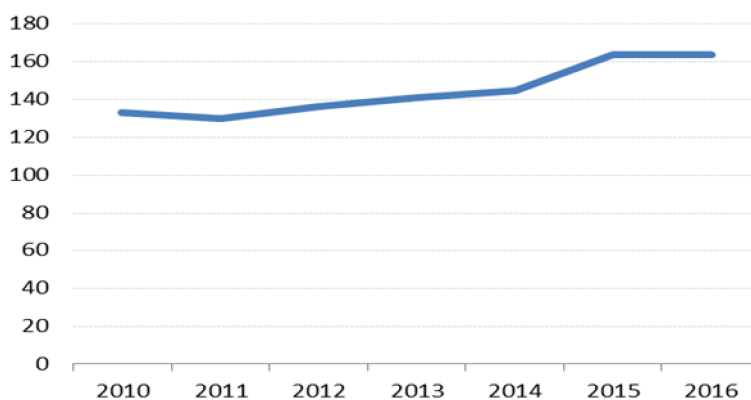
Ilustración 1  
**Evolución de la ocupación**  
(%. 2010-2016)



### Servicio de urgencia

El servicio de urgencia cuenta con dos salas de resucitación cardiopulmonar avanzada y 44 salas multifuncionales y 13 salas para la atención traumatológica de pacientes con convenio escolar. Durante 2016, el servicio de urgencia realizó 163.461 atenciones médicas las que se efectuaron físicamente en Las Condes, Chicureo y La Parva, y que en el tiempo han evolucionado tal como se muestra en la Ilustración 2.

Ilustración 2  
**Evolución de las atenciones de urgencia**  
(Miles. 2010-2016)

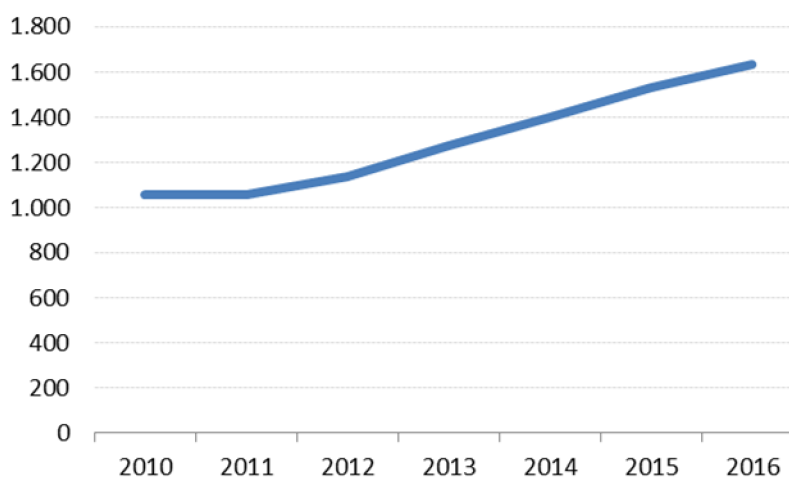


### Servicio de diagnóstico y apoyo clínico

En esta área incluye los exámenes, procedimientos ambulatorios y el centro clínico del cáncer, el que ha crecido en el tiempo con una tasa de ocupación mayor a 80% y ofrece a los pacientes un cuidado integral y multidisciplinario en áreas como radioterapia, cuidados paliativos y oncología médica.

Durante 2016, Clínica Las Condes realizó cerca de 1,6 millones de exámenes de laboratorio, manteniendo la tendencia al alza de este tipo de servicio, tal como se muestra en la Ilustración 3.

Ilustración 3  
**Evolución de los exámenes de laboratorios realizados**  
(Miles. 2010-2016)



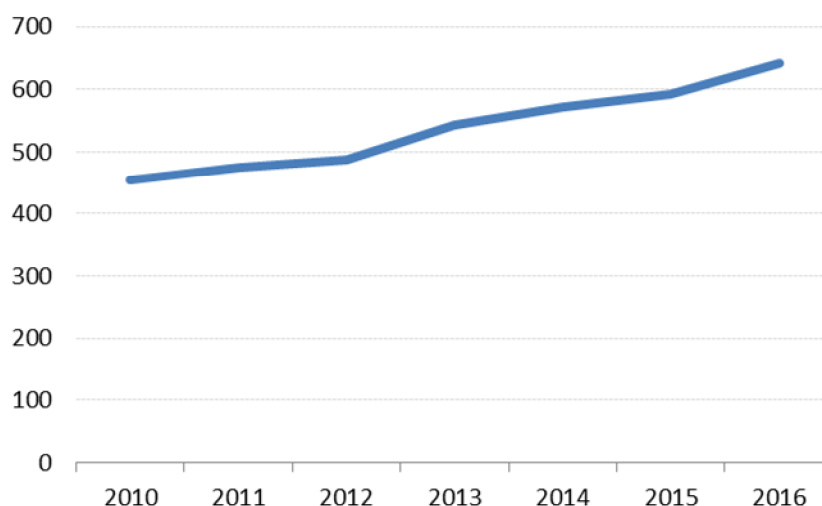
### Servicio de consultas médicas

Esta área de servicios es de gran importancia para la clínica, puesto que genera un alto flujo de pacientes hacia las otras unidades apoyando con ello la mejor resolución del diagnóstico o patología del paciente.

Las consultas médicas también se llevan a cabo en el Centro Médico Integral de Chicureo, el cual ha sostenido su crecimiento recibiendo en 2016 un 24% más de consulta que en 2015.

Durante 2016, en Clínica Las Condes se realizaron 640.811 consultas médicas, tal como se muestra Ilustración 4.

Ilustración 4  
**Evolución de las consultas médicas**  
(Miles. 2010-2016)



### Planes especiales

La clínica, por medio de su filial, ha desarrollado una serie de planes de seguros que ayudan a cubrir las diferentes necesidades de los pacientes; principalmente, seguros complementarios, planes de medicina preventiva y programas especiales de fidelización del cliente.

Así, la compañía, como grupo, participa en la industria de seguros de vida individuales; entre los productos que ofrece están el Seguro Escolar Colectivo, Gastos Médicos Mayores, Seguro de Maternidad y el Seguro Familia, entre otros. A través de esta filial permite atraer y fidelizar un flujo importante de clientes hacia otras áreas de la clínica.

## Análisis financiero

Cómo se explicó más arriba, en hechos recientes, la clínica ha debido reformular sus estados financieros, lo cual, se ha traducido en una variación del endeudamiento relativo para el año 2015, el cual aumenta desde 0,96 a 1,09 con EEFF reformulados). Por su parte, la relación deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) también se incrementó desde 3,4 a 3,5 para el mismo periodo analizado, tras la reformulación de los EEFF a diciembre de 2015. Sin embargo, cabe destacar que la reformulación de los EEFF no generó distorsiones relevantes.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

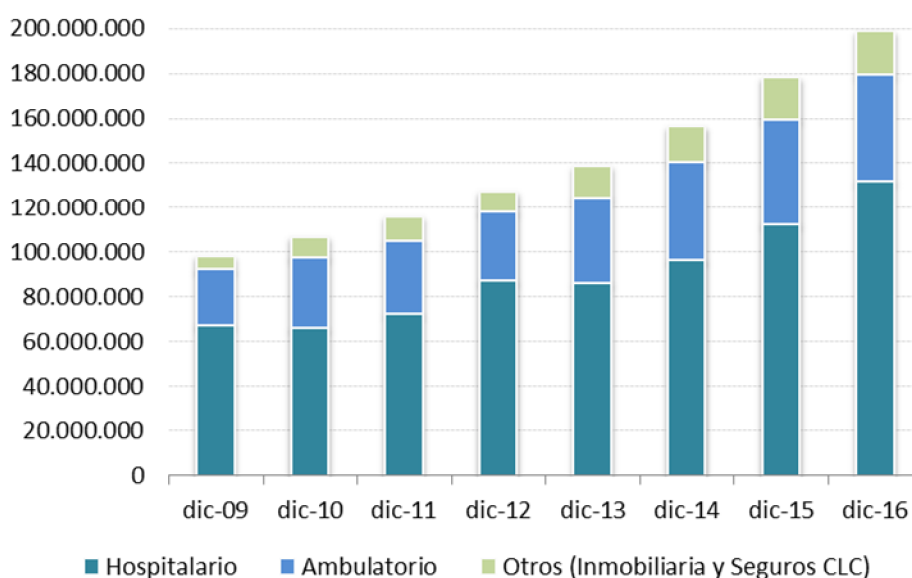
A diciembre de 2016, los ingresos consolidados de **Clínica Las Condes** alcanzaron los \$ 198.679 millones, lo que significó un aumento de 11,6%, respecto de diciembre 2015. El principal aporte



relativo a esta alza está explicado por el incremento en los ingresos del área hospitalaria –segmento de negocio que agrupa a pacientes que se hospitalizan y ocupan días camas–, seguido por el área ambulatoria -segmento que no involucra ocupación de días camas y son transitorios.

Los ingresos del emisor se generan, principalmente, en el área hospitalaria la que entre diciembre de 2009 y diciembre de 2016 ha aportado en promedio el 64,0% a los ingresos del emisor, seguido por el área ambulatoria que en promedio ha generado el 27,1%. Mientras que el área otros –el que incluye a los ingresos por arriendo de estacionamientos y oficinas, más el rubro de seguros– ha aportado el 8,9% de los ingresos promedio del emisor, tal como se muestra en la Ilustración 5.

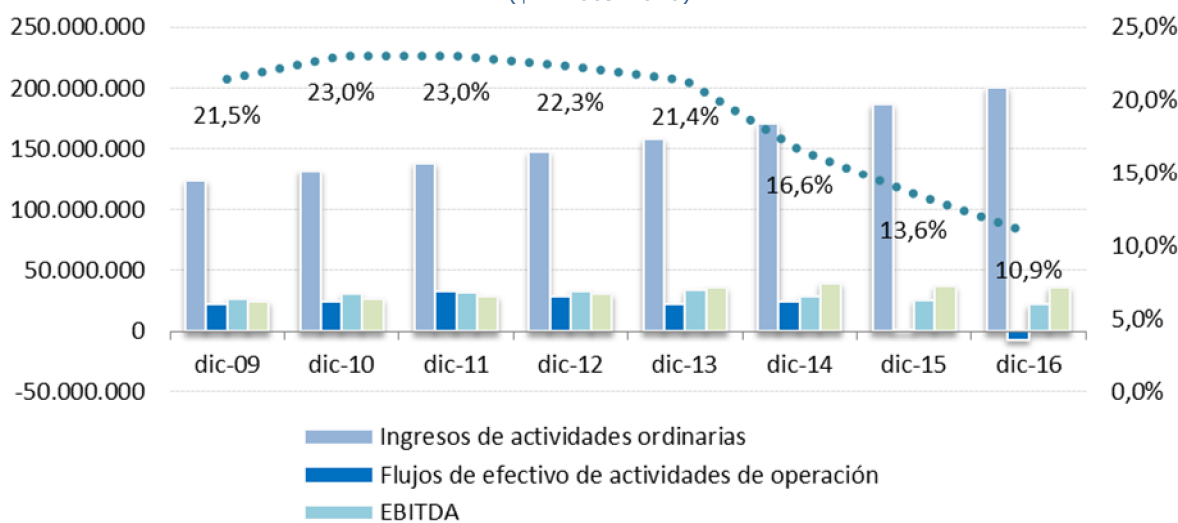
**Ilustración 5**  
**Ingresos según segmento**  
(\$M)



La compañía exhibe un margen EBITDA, respecto a los ingresos de la entidad, relativamente volátil en el tiempo. Este desde diciembre de 2010 ha presentado una tendencia a la baja llegando a diciembre de 2016 a un 10,9% (13,6% a diciembre de 2015). El EBITDA ha representado, en promedio entre diciembre de 2009 y septiembre de 2016, un 19,0% de los ingresos. Si bien a diciembre de 2016 exhibe un valor menor al de este promedio, igual a 10,9%, lo cierto es que durante los últimos dos años el margen EBITDA está influido por la puesta en marcha de la ampliación de las instalaciones de la clínica.

El Flujo de operaciones por su parte ha sido negativo desde diciembre de 2015 a la fecha, producto de un mayor capital de trabajo e inversiones realizadas.

Ilustración 6  
**Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP**  
(\$M. 2009-2016)



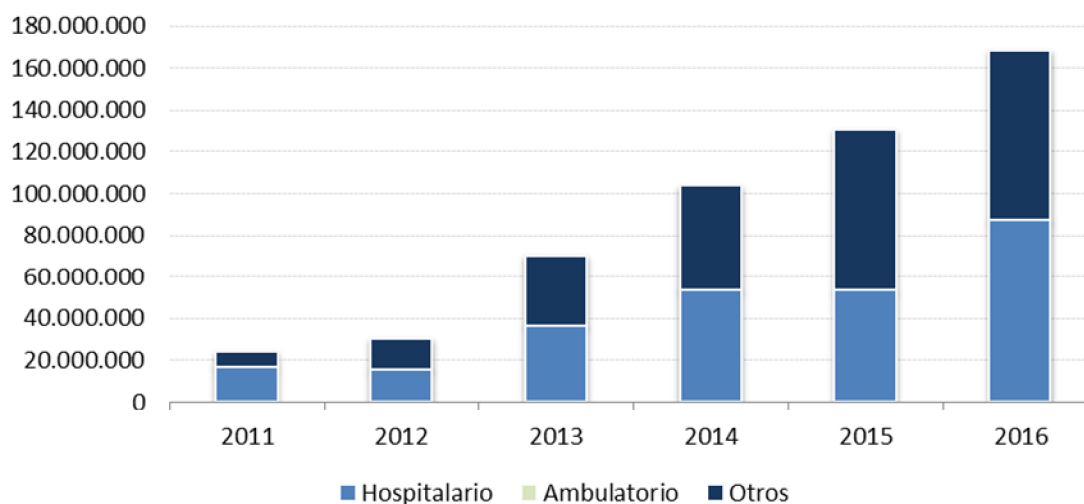
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Clínica Las Condes** escaló un 28,7% durante diciembre de 2016, alcanzando \$168.552 millones (\$130.913 millones en diciembre de 2015). Lo anterior, se debió, principalmente, al financiamiento de la construcción del nuevo edificio y la implementación del proyecto SAP.

El 85,3% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 14,4% restante, a deuda por emisión de bonos.

Al tercer trimestre de 2016, la deuda financiera consolidada de la empresa se destinó en un 51,7% en el área hospitalaria y un 48,3% en el segmento "Otros", mientras que el área ambulatoria no tiene asociada endeudamiento financiero, tal como se muestra en la Ilustración 7.

Ilustración 7  
**Evolución de la deuda financiera**  
(\$M)

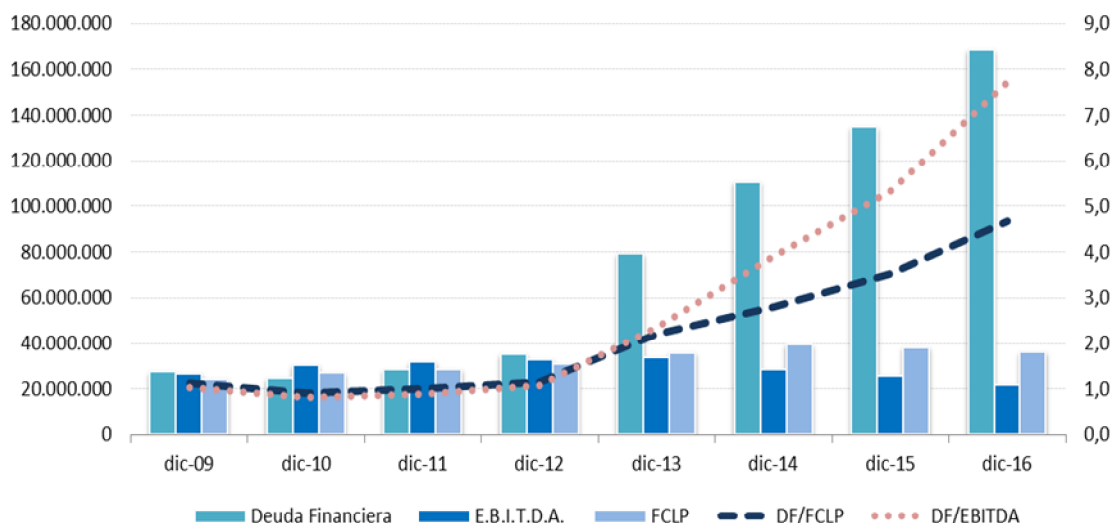


Producto del incremento experimentado por las obligaciones financieras, la razón de endeudamiento – medida como pasivo exigible sobre patrimonio aumentó desde 1,09 veces en diciembre de 2015 a 1,35 a diciembre de 2016. En línea con lo anterior, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA creció desde 5,3 a 7,7 veces para el mismo periodo analizado. Asimismo, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>9</sup>) escaló a 4,7 veces al cierre de 2016, mientras que en diciembre de 2015 fue de 3,5 veces. A futuro, con la consolidación y madurez de los flujos de los activos que se encuentran en etapa de ejecución por el plan de expansión y la construcción del centro médico en Peñalolén, es de esperar que los niveles relativos de endeudamiento disminuyan respecto a sus niveles de 2016. Esta estimación asume que las otras variables se mantienen constantes.

En la Ilustración 8 se muestra la evolución de los indicadores:

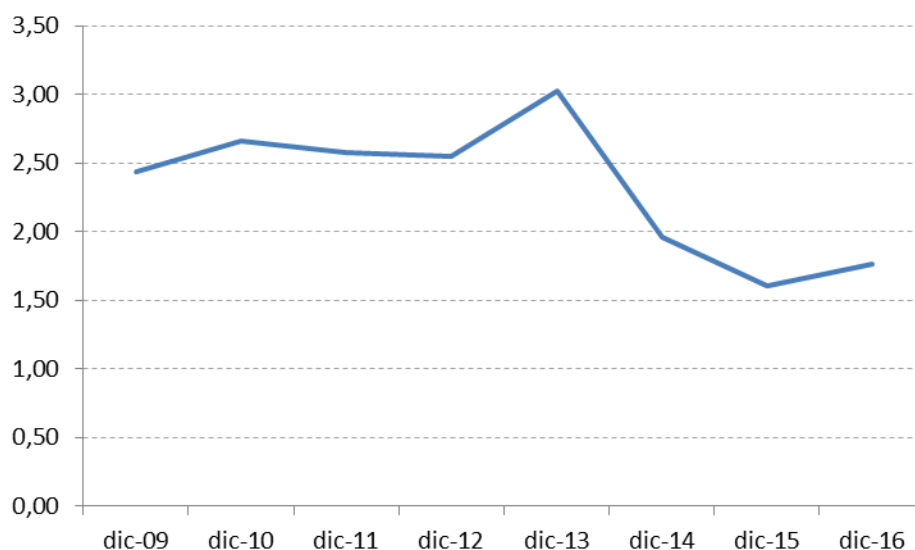
<sup>9</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 8  
**Evolución de la deuda financiera frente al FCLP y EBITDA**  
(\$M. 2009-2016)



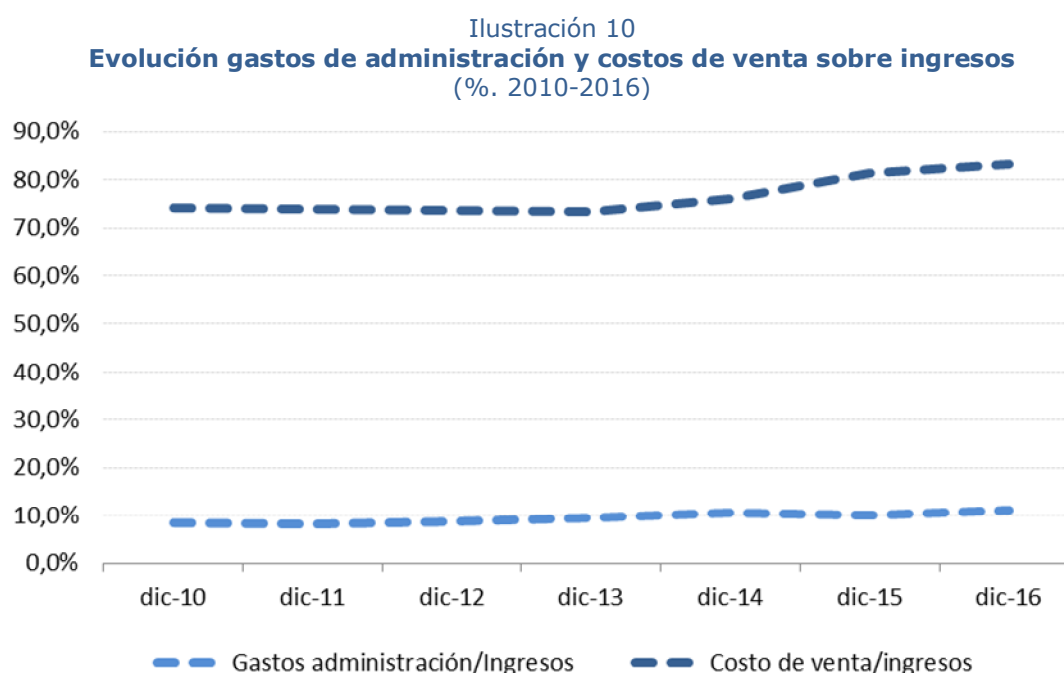
La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), aumentó a 1,77 veces en diciembre de 2016 (1,60 veces en diciembre de 2015). Este incremento se explica, principalmente, por el aumento de los activos corrientes en un 29,3% en el último periodo, finalizando en diciembre de 2016 en %120.612 millones, mientras que los pasivos corrientes, subieron un 17,0%, alcanzando los \$68.225 millones al cierre de 2016. En la Ilustración 9, se muestra la evolución de la liquidez.

Ilustración 9  
**Evolución razón circulante**  
(Veces)



## Evolución de la rentabilidad y eficiencia

Producto del alza en remuneraciones, como por el aumento de la actividad de la clínica, la compañía registró un incremento en el costo de venta y de los gastos de administración como porción de los ingresos. Aun así, estos indicadores presentan un alza en los dos últimos años del periodo de evaluación. El primer indicador, costo de venta sobre ingresos, finalizó en 83,1% en diciembre de 2016 y ha promediado, en los últimos cinco años, un valor igual a 77,5%. Mientras que el segundo indicador, gastos de administración sobre ingresos, finalizó en 11,1% en diciembre de 2016, promediando un 10,0% en los últimos cinco años, tal como se muestra en la Ilustración 10.



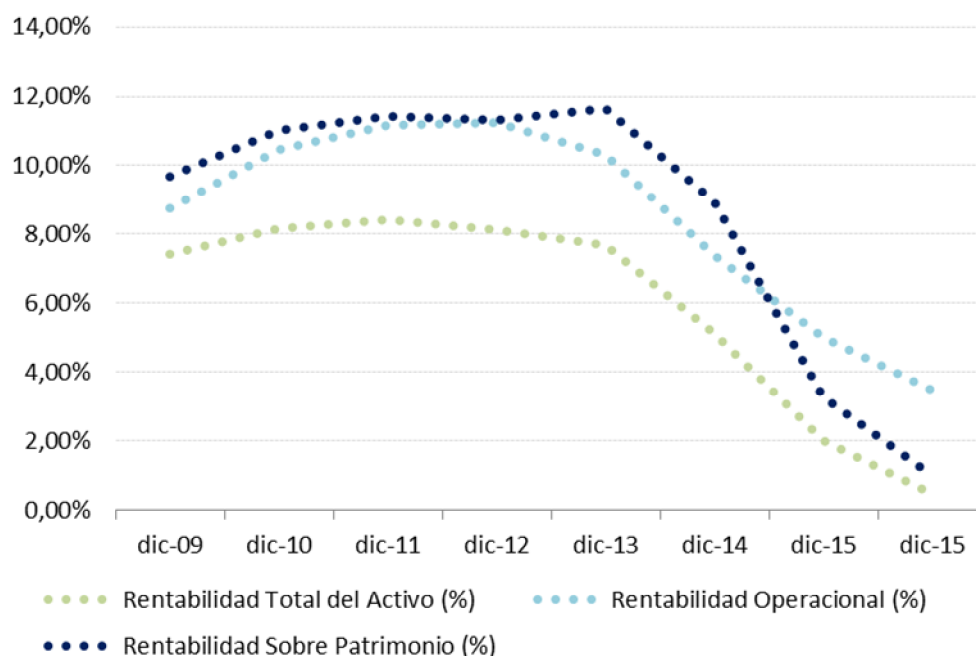
Por las razones señaladas anteriormente, el resultado operacional presentó una caída de un 24,6% y la utilidad del ejercicio cayó un 71,5%, ambos a diciembre de 2016 en relación con 2015. De esta forma, tanto la rentabilidad operacional<sup>10</sup> como la rentabilidad sobre el patrimonio<sup>11</sup> y la rentabilidad del activo<sup>12</sup>, disminuyeron al cierre del 2016. En el primer caso, la rentabilidad operacional pasó de 5,01% a 3,45%, mientras la rentabilidad sobre el patrimonio cayó desde 3,26% a 0,97% en 2016 y la rentabilidad del activo bajó de 1,99% a 0,46%.

<sup>10</sup> Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

<sup>11</sup> Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

<sup>12</sup> Rentabilidad del activo: Utilidad del ejercicio sobre activos totales promedio.

Ilustración 11  
**Evolución rentabilidades**  
(%. 2009-2016)



## Perfil de pago de la deuda y generación de flujos<sup>13</sup>

En el pasado, **Clínica Las Condes** presentó una rentabilidad de los activos superiores a los registrados en los últimos dos años. A modo de ejemplo, en 2009 este indicador, de acuerdo con la metodología de **Humphreys**<sup>14</sup>, fue de 12%. Entre 2010 a 2013 superó el 13,0%, en 2014 cayó a 11,7%, mientras que desde comienzos de 2015 a la fecha este indicador disminuyó hasta situarse bajo el 10%. A diciembre de 2016, llegó incluso a un 6,0%.

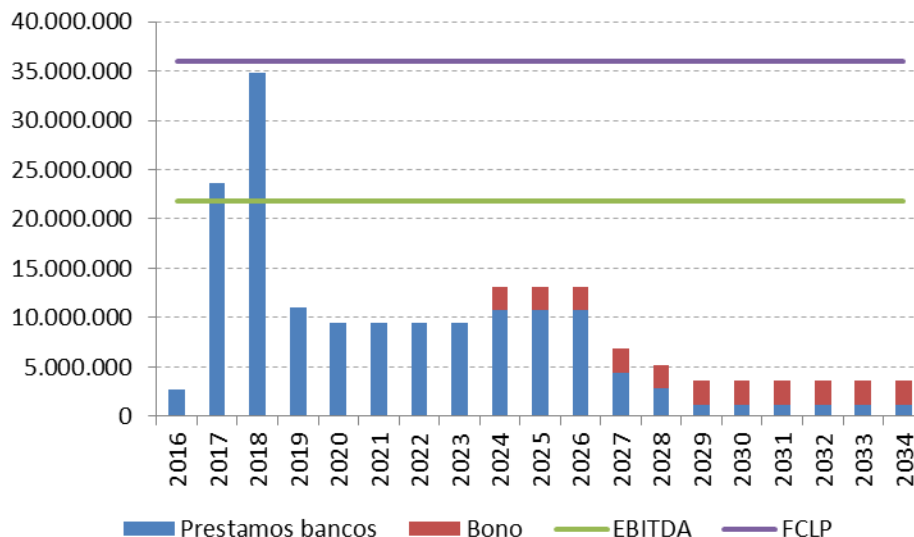
Lo anterior, en parte, tiene su explicación en las nuevas inversiones que ha realizado la compañía en los últimos dos ejercicios, activos cuyos flujos aún están en etapa de consolidación. De esta forma, el indicador de Flujo de Caja de Largo Plazo del emisor (FCLP), que refleja el rendimiento histórico de la compañía, y no sólo de un año en particular, se muestra suficiente para dar cumplimiento al vencimiento anual de la deuda. Por el contrario, si bajo un análisis ultra-conservador, se asume como representativa de la rentabilidad de largo plazo, la obtenida por la compañía en el ejercicio de 2016, se observa insuficiencia de flujos para las amortizaciones de los años 2017 y 2018, pero susceptibles

<sup>13</sup> Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

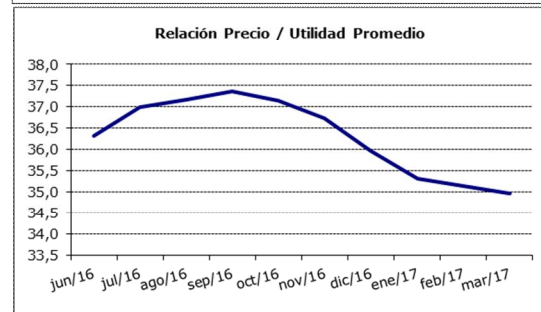
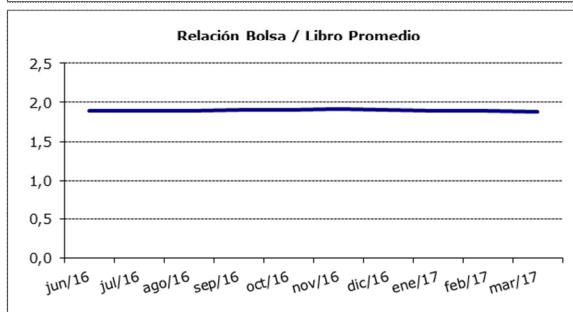
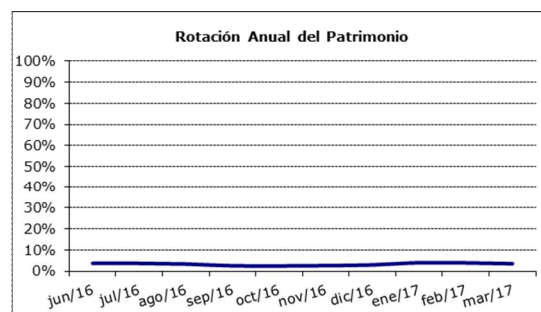
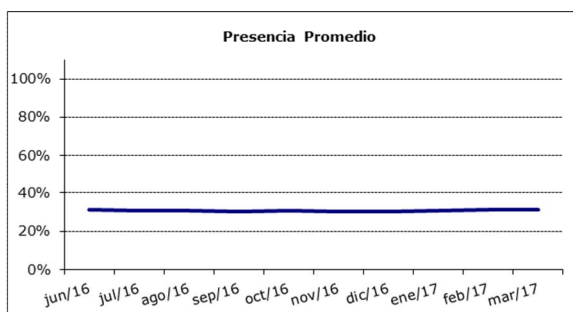
<sup>14</sup> Este indicador mide la rentabilidad de los activos sobre la base del flujo de caja de la empresa, antes de dividendos e inversiones, asumiendo ausencia de deuda y, por ende, de gastos financieros (lo que implica ajuste en el pago de impuestos).

de ser refinanciado dadas las holgura de flujos que se presentan en los años siguientes. Ver Ilustración 12.

Ilustración 12  
**Evolución perfil de amortizaciones**  
(M\$)



## Acciones



## Covenants de las líneas de bonos

Covenants financieros			
	Definición	Límite	30-12-2016
Nivel de endeudamiento financiero	Obligaciones financieras/Patrimonio total	Menor a 1,4 veces	1,05 veces
Patrimonio mínimo	Total patrimonio	Mayor a \$124.687 millones	\$ 160.170 millones

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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."