



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

A n a l i s t a
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Clínica Las Condes S.A.

Febrero 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de Bonos	A-
Tendencia	Estable
Otros instrumentos:	
Líneas de bonos y bonos	A-
Acciones	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2017

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 y 30 años.
Monto máximo	UF 3.000.000 y UF 6.000.000 (en conjunto no podrán superar los UF 6.000.000).
Moneda de emisión	UF, pesos o dólares.
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo.
Prepago	Permite rescate anticipado total o parcial.
Garantías	No contempla.
Covenants financieros	Patrimonio Total mínimo de a lo menos MM\$ 124.687.

Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2013	2014	2015	2016	Sept 2017 UDM
Ingresos totales	138.851.439	156.386.447	178.053.963	198.679.421	149.663.219
Costo de ventas	-101.680.917	-119.603.452	-144.723.022	-165.179.151	-125.722.959
Margen bruto	37.170.522	36.782.995	33.330.941	33.500.270	23.940.260
Gastos de administración	-13.033.712	-16.392.201	-18.063.188	-21.980.868	-23.531.117
Resultado operacional	24.136.810	20.390.794	15.267.753	11.519.402	409.143
Costos financieros	-1.333.421	-1.511.274	-4.113.405	-6.039.527	-5.423.312
Utilidad del ejercicio	18.105.136	14.227.392	5.270.344	1.500.249	-4.651.216
EBITDA	29.652.253	25.906.237	24.154.411	21.535.990	9.354.940

Balance General Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2013	2014	2015	2016	Sept-17
Activos corrientes	89.353.613	99.667.579	93.291.662	120.612.834	116.955.799
Activos no corrientes	172.122.383	209.813.744	236.950.980	255.669.866	279.647.277
Total activos	261.475.996	309.481.323	330.242.642	376.282.700	396.603.076
Pasivos corrientes	29.510.393	42.861.157	58.291.126	68.225.400	81.547.718
Pasivos no corrientes	71.369.700	100.027.756	114.086.995	147.887.187	156.230.818
Pasivos totales	100.880.093	142.888.913	172.378.121	216.112.587	237.778.536
Patrimonio	160.595.903	166.592.410	157.864.521	160.170.113	158.824.540
Total pasivos y patrimonio	261.475.996	309.481.323	330.242.642	376.282.700	396.603.076
Deuda financiera	70.392.856	103.717.144	130.913.843	168.522.951	182.129.563

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 (99,99%), Prestaciones Médicas Las Condes S.A. (97,00%), Inmobiliaria CLC S.A. (99,99%), Centro de Enfermedades de la Adicción CED (50,1%), Seguros CLC S.A. (99,00%) y Centro de Enfermedades de la Adicción CED (50,1%).

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 2016, **Clínica Las Condes** generó ingresos por \$198.679 millones (US\$ 296,8 millones¹) 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).

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de dos líneas de bonos a 10 y 30 años por parte de **Clínica las Condes**, por un monto máximo de colocación de UF 3.000.000 y UF 6.000.000, respectivamente; sin embargo, conjuntamente no podrán superar las UF 6.000.000.

La asignación de la categoría de riesgo se da en un contexto que, a septiembre de 2017, implica una relación de deuda sobre pasivo exigible de 1,5 veces y un ratio de deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)² de 5,9 veces. Asimismo, se considera que la estructura del balance ha

¹ Tipo de cambio utilizado \$669,47/US\$ al 01/01/2017.

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.

cambiado; así 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 1,3 veces en septiembre de 2017.

Dentro de las fortalezas quedan sustento a la clasificación de las líneas de bonos en proceso de inscripción de **Clínica Las Condes** en “*Categoría A-*” 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 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).

Con las emisiones con cargo a las nuevas líneas de bonos, se espera que el perfil de pago de la deuda, en relación con la generación de flujos del emisor, presente, adecuados niveles de holguras hasta el año 2022, así como para los períodos posteriores al año 2023, con excepción del 2035. Los vencimientos de 2023 y 2035 se pagarían mediante la acumulación de los excedentes de caja que se producirían en los períodos previos al vencimiento, o bien, más probablemente, mediante el refinanciamientos parcial o total de los pasivos.

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 desfavorable 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 2017, registrando su menor margen en los primeros nueve meses del año pasado, donde alcanzó un registro de 6,3% (considerando que este valor incluye gastos no recurrentes ligados a la reestructuración interna que llevó a cabo la compañía). Eventualmente, alcanzada una mayor madurez de las nuevas inversiones, así como las medidas tomadas por la administración, tendientes a una reducción en el nivel de costos y gastos de la compañía, 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 (propio de la industria). 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. Sin embargo, se toma en cuenta que la clínica ha realizado fuertes inversiones en infraestructura por lo que a futuro se espera que realice inversiones de carácter menor asociadas a la renovación de equipos.

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.

La perspectiva de la clasificación se califica “Estable”, ya que en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía, en opinión de **Humphreys**.

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).

Resultados recientes

Resultados a diciembre de 2016³

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

³ Producto de errores detectados en la contabilidad durante el año 2016, los EEFF de 2015 fueron re-confeccionados; por lo tanto, son comparables con los del ejercicio de 2016.

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.

Resultados a septiembre de 2017

Al tercer trimestre de 2017, **Clínica Las Condes** generó ingresos por \$149.663 millones y un EBITDA por \$ 9.354,9 millones. El primero de estos ítems presenta una caída de 0,5% respecto del mismo período de 2016, en tanto que el costo de ventas se expandió en 8,9%, explicado principalmente por un mayor gasto de remuneraciones, debido a indemnizaciones derivadas de un plan de reestructuración y de retiro del personal más antiguo. Los gastos de administración por su parte, se expandieron en 16,1%, totalizando 23.531 millones a septiembre de 2017, debido, entre otros, a gastos en consultorías, auditorías de carácter no recurrente.

El EBITDA se contrajo en 57,7% entre ambos períodos, al pasar desde \$22.130 millones en septiembre de 2016 a \$9.355 millones en septiembre de 2017, lo que representa una caída del margen EBITDA desde 14,7% a 6,3% entre ambos períodos.

La deuda financiera de **Clínica Las Condes** aumentó en 8,1% en septiembre de 2017 respecto de diciembre de 2016.

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 que pertenece o en la economía.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría

Tendencia Estable

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

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

"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."