



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Eduardo Valdés S.

Tel. (56-2) 433 5200

eduardo.valdes@humphreys.cl

Empresas Red Salud S.A.

A b r i l 2 0 1 2

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2011

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Línea de Bonos a 10 años Serie A Serie B	Nº 697 de 21.12.2011 Primera emisión Primera emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie C	Nº 698 de 21.12.2011 Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS		
M\$ de cada año	Dic-2010	Dic-2011
Ingresos totales	107.113.939	133.939.121
Costo de ventas	-78.163.893	-102.444.214
Margen bruto	28.950.046	31.494.907
Gastos de adm. y otras ganancias	-20.162.371	-25.803.293
Resultado operacional	8.787.675	5.691.614
Costos financieros	-1.354.523	-3.630.731
Utilidad del ejercicio	6.967.722	1.341.815
EBITDA	11.369.529	10.680.361

Balance general consolidado IFRS		
M\$ de cada año	Dic-2010	Dic-2011
Activos corrientes	40.424.836	47.176.749
Activos no corrientes	176.309.344	196.003.433
Total activos	216.734.180	243.180.182
Pasivos corrientes	44.006.620	45.733.201
Pasivos no corrientes	71.367.517	83.602.977
Pasivos totales	115.374.137	129.336.178
Patrimonio	101.360.043	113.844.004
Total pasivos y patrimonio	216.734.180	243.180.182
Deuda financiera	75.416.243	90.083.176

Estado de Resultados Consolidado PCGA		
M\$ diciembre 2011	Dic-2009	Dic-2010
Ingreso operacional	105.313.930	111.491.557
Costo explotación	-77.077.231	-81.482.325
Gasto de administración y venta	-19.092.380	-21.848.939
Resultado operacional	9.144.320	8.160.293
Utilidad en inversión en empresas relacionadas	1.341.914	1.228.642
Gastos financieros	-1.465.752	-1.413.749
Resultado no operacional	484.165	-141.735
Utilidad neta	7.837.670	6.454.947
EBITDA¹	13.456.917	12.262.756

Balance General Consolidado PCGA		
M\$ diciembre 2011	Dic-2009	Dic-2010
Activo circulante	40.795.717	44.900.479
Activo fijo	110.252.577	150.940.586
Otros activos	4.096.047	15.587.016
Total activos	155.144.341	211.428.081
Pasivo circulante	20.178.369	40.819.116
Pasivo largo plazo	30.354.200	61.079.495
Pasivo total	50.532.570	101.898.611
Patrimonio	102.398.256	107.356.128
Interés minoritario	2.213.514	2.173.342
Total pasivos y patrimonio	155.144.341	211.428.081
Deuda financiera	30.627.647	72.148.080

Opinión

Fundamento de la clasificación

Red Salud S.A. (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 través de una red de 16 clínicas y de 32 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas. La entidad es controlada por Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A. (ILC), sociedad que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Entre su filiales más relevantes se tienen Megasalud (99,9%), Clínica Tabancura (99,9%), Clínica Avansalud (99,9%), Clínica Bicentenario (99,9%) y Clínica Iquique (52,15%).

¹ EBITDA: Resultado operacional más depreciación del ejercicio más amortización de intangibles.

Según estados financieros a diciembre de 2011, la empresa generó ingresos por US\$ 258,0 millones y un EBITDA de US\$ 20,6 millones; con una deuda financiera de US\$ 173,5 millones. No obstante, en enero del año en curso colocó dos líneas de bonos por un monto aproximado de UF 2.000.000, lo cual implica que la deuda financiera se incremente en US\$ 78 millones. Los fondos serán destinados a actividades de financiamiento.

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 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 (clasificada en “*Categoría AA+*” por **Humphreys**) y, por ello, controlada por la Cámara Chilena de la Construcción, entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

Dentro de los aspectos que se han considerado como positivos se encuentra la estabilidad de los márgenes con que operan las distintas filiales, 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 los orígenes de la mayoría de las empresas productivas y sea un actor relevante en el negocio de seguros de salud (isapres).

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 los dividendos percibidos desde la filial Atesa S.A., 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).

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la importancia relativa de los activos que aún no están operativos ni consolidados en términos de ingresos, y los niveles de inversión para los próximos años, implicando un incremento substancial en las obligaciones financieras de la compañía. Aun cuando el riesgo está mitigado por tratarse de inversiones propias del giro, que una vez que generen flujos llevarán a una disminución en el endeudamiento relativo, no debe desconocerse

que no pueden ser igualados con los flujos históricos, ya conocidos y probados. La reducción futura del indicador dependerá, en gran medida, de la rentabilidad de los nuevos proyectos y de la velocidad con que alcancen su punto de equilibrio.

El proceso de calificación recoge adicionalmente la concentración por deudores, que en la práctica, dado 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 un riesgo inherente a toda la industria.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación dice relación 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*).

Hechos relevantes

Resultados a diciembre de 2011

Durante el año 2011 la empresa generó ingresos de explotación consolidados por \$ 133.939 millones, lo que representa un crecimiento de 25,0% respecto al año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de \$ 102.444 millones, implicando un incremento de 31,1% con respecto a 2010. El aumento de los ingresos y costos de explotación, responde a la mayor actividad que presentaron las filiales de la **Red Salud** en 2011 con respecto a 2010, debido principalmente a la puesta en marcha de Clínica Bicentenario a principios de 2011, y que acumuló ingresos por \$ 11.398 millones. Las filiales que presentaron un cambio más relevante en el periodo analizado, fueron Megasalud y Clínica Avansalud, con un aumento en sus ingresos de 7,9% y 38,7% respectivamente.

Los gastos de administración y venta alcanzaron \$ 27.255 millones durante el 2011, lo que representó un aumento de 32,0% en comparación a los \$ 20.647 millones gastados en 2010. La mayor parte del crecimiento se explica principalmente por el mayor gasto del personal y depreciación originados por la puesta en marcha de Clínica Bicentenario. Ello llevo que la relación gastos sobre ingresos de 19,3% de 2010 aumentara a 20,3% en 2011.

En tanto, el EBITDA de la compañía alcanzó un monto de \$ 10.680 millones en este período, lo que se tradujo en una disminución de 6,1% en relación al obtenido el año anterior.

Con todo, el resultado operacional del período ascendió a \$ 5.692 millones, lo que representó una disminución de 35,2% respecto a igual período del año anterior.

El resultado no operacional alcanzó una pérdida de \$ 3.632 millones, lo que se compara desfavorablemente con la pérdida obtenida en 2010, de \$ 618 millones. Esto se explica principalmente por mayores costos financieros, y por un mayor efecto de la corrección monetaria.

El resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 1.341 millones, un 80,7% inferior a los \$ 6.978 registrados en 2010, que se deben principalmente a la puesta en marcha de la Clínica Bicentenario, cuyos resultados acumulados fueron negativos.

En cuanto a los activos totales, estos presentaron un aumento de 12,2%, pasando de \$ 216.734 millones en 2010 a \$ 243.180 millones en 2011, como consecuencia del aumento de los activos inmobiliarios y de equipamiento de las Clínicas Avansalud y Bicentenario, y al aumento de las inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, producto de los aumentos de capital realizados por Red Salud S.A. a la Administradora de Clínicas Regionales dos S.A. e Inmobiliaria Clínica S.A. En tanto, el pasivo exigible de la compañía alcanzó los \$ 90.083 millones con un aumento de 19,4% con respecto a igual período del año anterior. El patrimonio de la compañía alcanzó los \$113.844 millones a diciembre de 2011.

Eventos recientes

El 11 de marzo de 2011, se acordó inscribir la Sociedad en el registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), con el propósito de realizar una emisión de bonos corporativos que le permita alcanzar niveles favorables de financiamiento. Esto permitió la inscripción de dos líneas de bonos durante diciembre de 2011, por un monto total de hasta UF 2 millones cada una.

Durante abril de 2011 se designa un nuevo directorio compuesto por Alberto Etchegaray Aubry, Juan Ignacio Silva Alcalde, José Manuel Poblete Jara, Máximo Honorato Álamos, Pablo Ihnen de la Fuente, Otto Kunz Sommer, Enrique Loeser Bravo, Kurt Reichhard Barends y Andrés Sanfuentes Vergara.

El 24 de febrero de 2011 se adquiere el 10,98% de las acciones del Hospital Clínico Viña del Mar, con una inversión de \$ 606,45 millones.

Durante la Junta Extraordinaria de Accionistas realizada el 6 de mayo de 2011, se acuerda aumentar a 2.284,6 millones el número de acciones emitidas por la sociedad, para lo que se procederá al canje de las 22.846 acciones actualmente emitidas, las cuales quedarán sin ningún valor, mediante la entrega a los accionistas de 100.000 acciones de la nueva emisión por cada acción antigua que tengan inscrita a su nombre en el Registro de Accionistas de la Sociedad. Además, se acuerda aumentar el capital social a \$70.600 millones mediante la emisión de 715,4 millones de acciones a un precio de UF 0,00217334, las que serán ofrecidas preferentemente a los accionistas de la sociedad. También se acuerda distribuir un dividendo de \$ 5.926.233.000 con cargo a las utilidades del ejercicio 2010.

El 9 de mayo de 2011 se efectúa el canje de las acciones anteriormente mencionadas, donde la sociedad Mutual de Seguridad Chilena de la Construcción suscribió 254.100.000 acciones por \$ 12.019.969.922.

El 24 de junio de 2011 renuncia Enrique Loeser Bravo como Director de la Sociedad, siendo reemplazado por Gustavo Vicuña Molina.

El 7 de noviembre de 2011 se constituye la sociedad Oncored SpA.

El 21 de diciembre de 2011, se inscribió la Sociedad en el registro de valores de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), bajo el número de registro 1088. Por otro lado, ese mismo día, la Sociedad Servicio Médico de la CCHC dejó de ser accionista de la empresa, ya que vendió, cedió y transfirió 232,6 millones de acciones a la Sociedad Cámara Chilena de la Construcción A.G.

Durante 2011 comienzan las operaciones de Clínica Bicentenario.

El 26 de enero del presente año se realizó la primera colocación de bonos en el mercado con cargos a las líneas mencionadas anteriormente, cuyas condiciones más relevantes fueron:

- Bonos de la Serie A, con cargo a la línea de bonos N° 697, por \$ 21.800 millones, con vencimiento el 30 de junio de 2016, a una tasa de colocación de 6,70%.
- Bonos de la Serie C, con cargo a la línea de bonos N° 698, por un millón de UF, con vencimiento el 30 de junio de 2032, a una tasa de colocación de 4,14%.

El 2 de marzo de 2012 renuncia José Manuel Poblete Jara al cargo de Director de la Sociedad, siendo reemplazado por Enrique Loeser Bravo.

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.

Tendencia Estable

La perspectiva de la clasificación se califica en "Estable", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

Oportunidades y fortalezas

Sólida estrategia de negocios: Su estrategia de negocios, basada en una amplia variedad de prestaciones y extendida en todo el territorio nacional, le permite generar sinergias entre los distintos operadores de su red, entregar una atención global y efectuar servicios cruzados entre las diferentes clínicas y centros de atención, manteniendo “cautivo” al cliente. En conjunto, la red genera más de 11,4 millones de prestaciones; además, ha presentado un fuerte crecimiento de su capacidad instalada, pasando de tener 373 camas y 603 boxes de consultas médicas en 2008, a más de 1.230 camas y 985 boxes de consulta a fines de 2011.

Crecimiento de la demanda: Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento en el nivel de ingresos también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. En la actualidad el gasto total en salud en Chile representa el 8%² del PIB, lo que es un porcentaje bajo en comparación con otros países, principalmente desarrollados (en Chile el consumo per cápita en bienes y servicios de salud es alrededor de US\$ 700 dólares, mucho menor al de los países desarrollados que superan los US\$ 3.000 e incluso llegan a US\$ 7.500). 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 2001 al 2009, al gasto en salud per cápita en Chile, aumentó en 218%³.

Apoyo de la matriz: La compañía cuenta con el respaldo de la Cámara Chilena de la Construcción, entidad, que en conjunto con su red social, administra recursos destinados al gasto social privado equivalentes al 15% del PIB nacional, y conforma la red social privada más grande de Chile. Por su parte, el vehículo de inversión del gremio, ILC, presenta una sólida posición financiera que se refleja en que capacidad de pago ha sido clasificada en AA+.

Experiencia y formación de los equipos directivos: El equipo directivo de **Red Salud** y sus filiales a lo largo del país, cuenta con elevada experiencia, tanto en temas de administración, como médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, su evolución, y su demanda. Gran parte de sus equipos directivos, tanto en materias de salud como de otra índole, operan desde diez o más años en las respectivas filiales.

Posicionamiento de mercado: **Red Salud** se ha posicionado como uno de los principales prestadores de servicios en el área de salud, contando con 17 clínicas, 32 centros de atención ambulatoria, y con más de 3.900 profesionales de distintas disciplinas. Así mismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado y con amplia trayectoria (Tabancura, Megasalud y

² Fuente banco mundial, datos al año 2010

³ Fuente banco mundial, variación medida en dólares.

Avansalud). Se estima que durante 2010, la red representó el 5,2% de total de prestaciones realizadas en Chile.

Importancia Relativa del Activo Fijo: La empresa, en término consolidado, mantiene cerca de US\$ 138,3 millones en activos fijos netos⁴ susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esta situación entrega flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

Factores de riesgo

Elevado nivel de endeudamiento: Las constantes inversiones de ampliación y mantenimiento han llevado el endeudamiento financiero a 8,4 veces el EBITDA. Con todo, se debe considerar que parte de la de deuda se explica por el financiamiento requerido para la ampliación de la clínica Avansalud y la construcción de la clínica Bicentenario, inversiones que debieran comenzar a generar flujos netos positivos en los próximos años, disminuyendo así el *ratio* de endeudamiento (todo ello si se dan las proyecciones del emisor, en especial en los relativo a Clínica Bicentenario). Por otra parte, la ampliación en curso de la Clínica Tabancura también implicará mayor endeudamiento y flujos desfasados. Con todo, se recalca que el financiamiento ha estado dirigido al financiamiento de activo fijo. Dentro de esto último se enmarca la colocación de bonos a la que ya se ha hecho referencia y que implica aumento del endeudamiento.

Consolidación de las inversiones: Si bien el endeudamiento de la compañía es consistente con los niveles de inversión realizado, su relación con la generación de caja –para evaluar si es bajo, medio o elevado- solo se sabrá una vez que entren en operación y maduren las nuevas inversiones, en especial la Clínica Bicentenario, tanto por su importancia monetaria como por tener el carácter de proyecto puro (no como las ampliaciones de Clínica Avansalud y Clínica Tabancura, que son clínicas consolidadas lo que baja el riesgo de las inversiones, aunque no asegura su rentabilidad).

Concentración de ingresos: La mayor parte de los ingresos están concentrados en Megasalud (53%), Clínica Tabancura (19%) y Clínica Avansalud (14%), condición que podría llevar a una baja importante en los ingresos y generación de caja de **Red Salud** ante un siniestro que pudiera afectar a alguno de los inmuebles, sin perjuicio de reconocer que la existencias de seguros, incluidos pérdida por paralización, mitigarían las pérdidas, no así las presiones a la liquidez de la empresa y los efectos comerciales. Otra atenuante, es que la red de Megasalud presenta 32 centros, distribuidos a lo largo de Chile, lo que hace poco probable un siniestro que pudiese afectar a la red como un todo.

Concentración de deudores: En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, más del 85% de los ingresos de **Red Salud** provienen de las isapres y Fonasa, lo que se traduce en una concentración de los ingresos de la compañía en aproximadamente ocho deudores. Por cuanto, un

⁴ Activos fijos totales menos los activos en *leasing*.

escenario de iliquidez de alguna de éstas, 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 destacar, 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.

Falta de historia: La empresa como tal, se constituyó en 2008, con el fin de agrupar a todas las compañías prestadoras de salud de la Cámara Chilena de la Construcción. Por lo mismo, se tiene poco conocimiento de su desempeño como red de salud, pese a que muchas de sus empresas filiales presentan una mayor trayectoria, y son ampliamente conocidas. Por lo demás, los recientes niveles de inversión y los esperados a futuro, conllevan a que la información financiera actual no represente la generación de caja futura de la compañía.

Riesgo del sector: Entre estos se pueden distinguir los riesgos regulatorios, con su 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 públicos, en particular si se mejora este tipo de servicio y/o antes crisis económicas; y las necesidades de inversión en equipos dada la rápida obsolescencia de éstos (en **Red Salud** se ve atenuado por la posibilidad de trasladar los equipos dentro de la amplia red asistencial). Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud.

Antecedentes generales

Historia

Red Salud se creó mediante Escritura Pública el 18 de abril de 2008, en la ciudad de Santiago, con el nombre de "**Empresas Red Salud S.A.**" La empresa tiene por objeto el control y la responsabilidad del manejo de todas las empresas del área prestadora de salud, dependiente directa o indirectamente de ILC.

Actualmente la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Megasalud S.A., Clínica Bicentenario S.A., Clínica Iquique S.A., Clínica Avansalud S.A., Clínica Tabancura S.A., Inmobiliaria Clínica S.A. y Oncored S.p.A. Además, tiene participación en Administradora de Transacciones Electrónicas S.A. (Atesa), Clínica Magallanes S.A. y Administradora de Clínicas Regionales S.A. uno y dos, a través de las cuales tiene presencia en once instituciones de salud de regiones.

Propiedad y administración de Red Salud S.A.

Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Alberto Etchegaray Aubry
Vicepresidente	Juan Ignacio Silva Alcalde
Director	Otto Kunz Sommer
Director	Máximo Honorato Álamos
Director	Andrés Sanfuentes Vergara
Director	Kurt Reichhard Barends
Director	Enrique Loeser Bravo
Director	Pablo Ihnen de La Fuente
Director	Gustavo Vicuña Molina

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

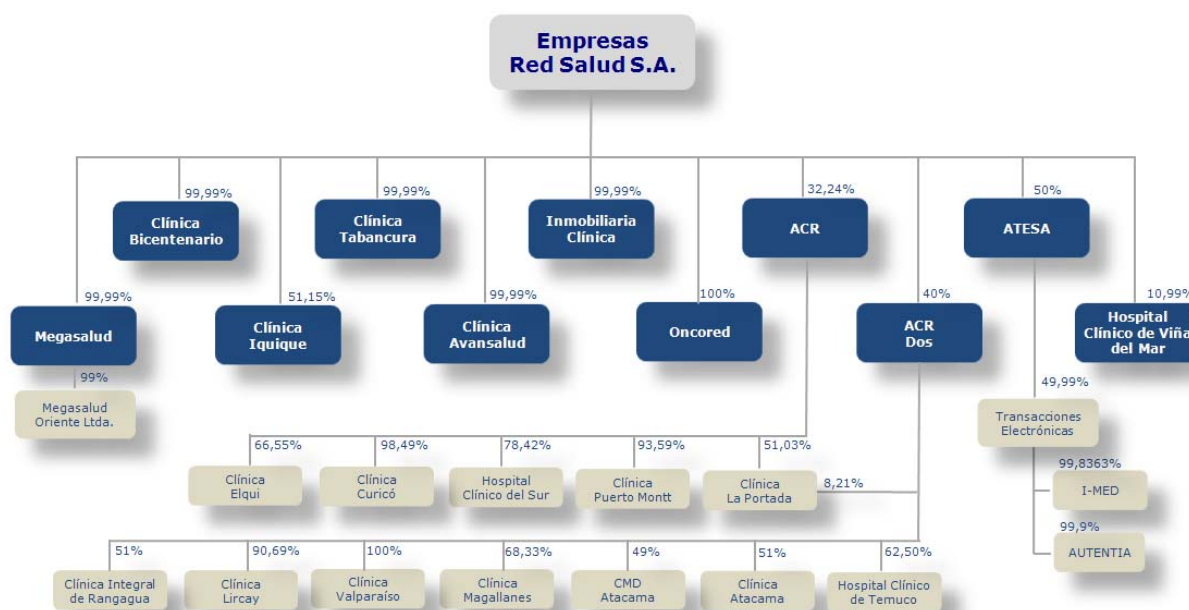
Cargo	Nombre
Gerente general	Ricardo Silva Mena
Gerente de salud	Dra. Victoria Fabré Muñoz
Gerente de planificación y desarrollo	Nora G. Terry
Subgerente de planificación y desarrollo	Jorge Martínez Alfaro
Subgerente de Control de Gestión	Cristián Merardo Cartes Muñoz
Analista de Planificación	Carolina Lagos Ojeda
Analista de Desarrollo	Juan Pablo Portius

Accionistas

Los principales accionistas de **Red Salud S.A.** se presentan a continuación:

Sociedad	Nº de acciones	% de la propiedad
Invesco S.A.	2.051.800.000	80,82%
Mutual de Seguridad C.CH.C.	254.100.000	10,01%
Cámara Chilena de la Construcción	232.800.000	9,17%
Total	2.538.700.000	100,00%

Estructura de la sociedad



Modelo médico

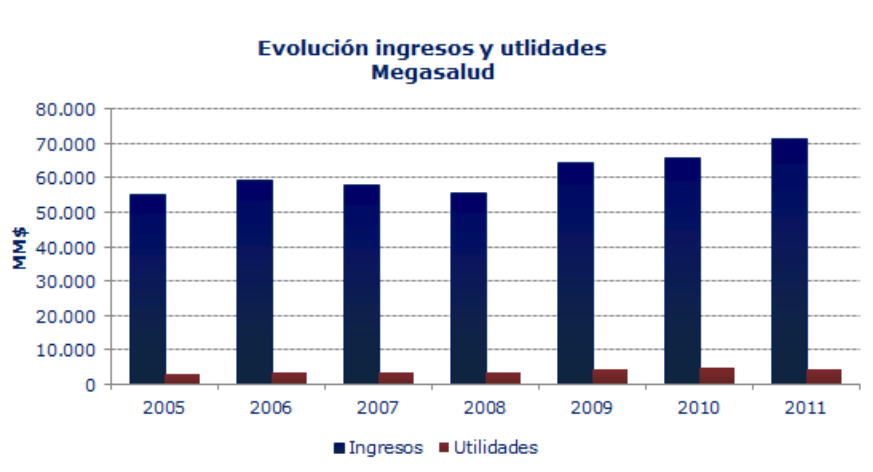
El modelo médico de **Red Salud** se basa en cubrir todas las necesidades de servicios médicos de la población nacional, tanto en lo referente a variedad de complejidades, como de cobertura geográfica, y en todos los niveles socioeconómicos. Para cumplir este objetivo, se constituyó como una red prestadora de servicios médicos orientada en crear sinergias y aprovecharlas en beneficio de los usuarios, quienes pueden ser derivados de un centro médico a otro más complejo, si el primero no tiene la especialidad requerida.

Megasalud S.A.

Megasalud es una red médica y dental ambulatoria creada en el año 2000. Tiene presencia desde Arica a Punta Arenas con 32 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con más de 1.700 profesionales médicos y produce más de 6,5 millones de prestaciones⁵ a nivel nacional, de las cuales cerca de dos millones fueron consultas médicas, 1,2 millones atenciones dentales y el resto fueron atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

Situación financiera

A diciembre de 2011, Megasalud obtuvo ingresos por \$71.616 millones y utilidades por \$ 4.677 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



El siguiente gráfico muestra la evolución del número de prestaciones de Megasalud:



⁵ Prestaciones: consultas médicas, exámenes de diagnóstico, procedimientos, prestaciones dentales y kinesiológicas.

Clínica Bicentenario S.A.

Clínica Bicentenario fue inaugurada el primer trimestre de 2011, y es el prestador de salud de más alta complejidad dentro de las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. El establecimiento ha sido concebido para poder dar atención a pacientes con enfermedades graves que requieren de equipamiento y profesionales altamente especializados apoyados con unidades de pacientes críticos para adultos, niños y recién nacidos, lo que sumado a los modernos pabellones quirúrgicos, permite dar solución a una amplia gama de enfermedades.

La clínica está ubicada en la comuna de Estación Central, y cuenta con un total de 64.628 m² construidos y dispone de 230 camas, incluyendo 48 camas críticas (UTI, UCI y Coronaria), 18 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 38 boxes de consultas médicas de especialidades, 28 salas de procedimientos diagnósticos y terapéuticos, servicio de urgencia de adultos, pediátrico y gineco-obstétrico y servicios de apoyo como radiología y laboratorio clínico.

Durante su primer año de operación, tuvo un 70% de ocupación de sus camas, realizando más de 350 mil prestaciones médicas, que incluyen atenciones médicas, exámenes de laboratorio, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

Situación financiera de Clínica Bicentenario

Clínica Bicentenario entró en operaciones el primer trimestre de 2011, obteniendo ingresos por \$ 11.398 millones y una pérdida de \$ 6.313 millones en su primer año de operación (pérdida de \$ 1.526 en 2010). La clínica tuvo un resultado operacional negativo de \$5.290 millones en 2011 y de \$ 1.142 millones en 2010, debido a los altos costos de venta incurridos durante su implementación. El nivel de activo fijo asciende a \$ 55.211 millones, de los cuales un 81% corresponde a propiedades, plantas y equipos.

Clínica Tabancura S.A.

Clínica Tabancura nace en 1992, especializándose en maternidad. Posteriormente, en 2001, amplía sus operaciones para transformarse en clínica, incorporando UTI adulto y pediátrica, servicio de urgencia y diagnóstico por imágenes avanzada, entre otros.

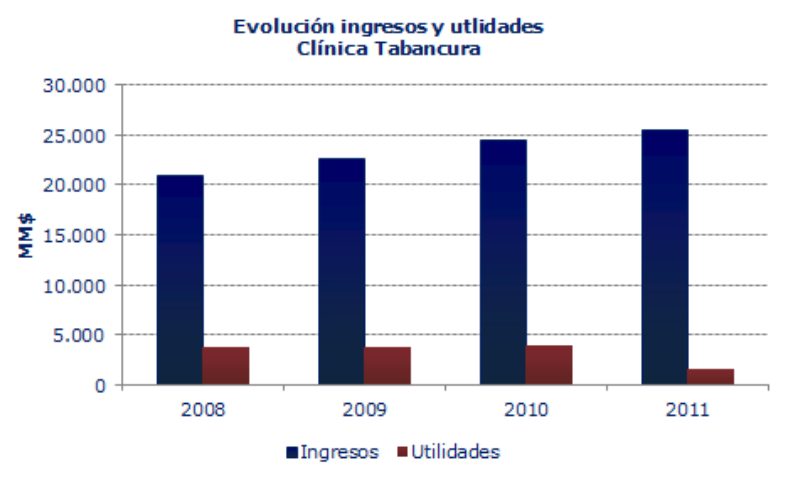
En materia de proyectos, durante 2011 se iniciaron las obras de construcción de una nueva clínica contigua a la actual, que contempla la construcción de un nuevo edificio de 34.000 m² aproximadamente. Esta construcción generó algunas perturbaciones, que disminuyeron su nivel de actividad en un 14% y que influyó en una reducción de su nivel de ocupación, alcanzando un 68,1%, un 3,1% menos que en 2010 (75,9% en 2010).

Al finalizar las obras, la nueva clínica aumentará su dotación de la siguiente manera:

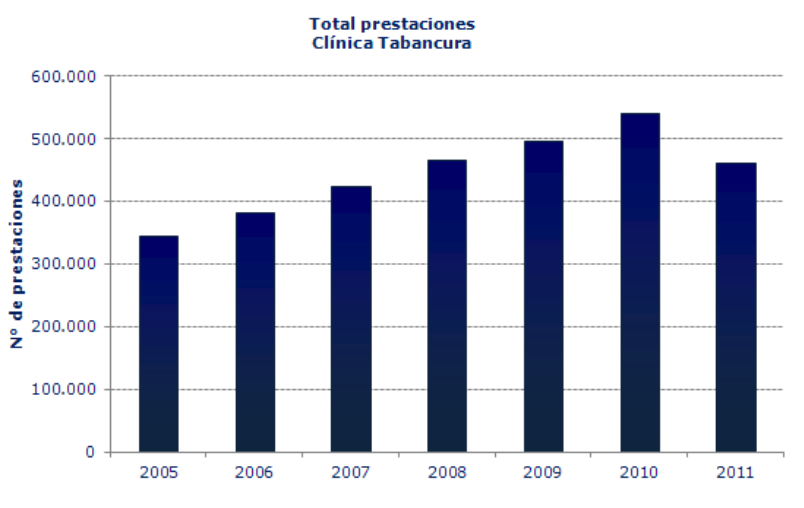
	Actual	Ampliación	Total
N° de Camas	126	86	212
N° de Pabellones	8	4	12
N° de Box consultas médicas	39	34	73

Situación financiera de Clínica Tabancura

A diciembre de 2011, Clínica Tabancura obtuvo ingresos por \$ 25.656 millones y utilidades por \$ 1.624 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



El siguiente grafico muestra la evolución del número de prestaciones de Clínica Tabancura:

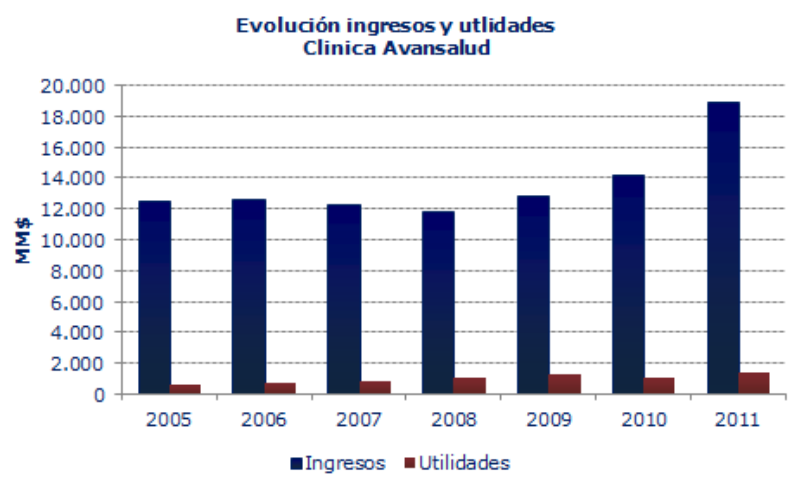


Clínica Avansalud S.A.

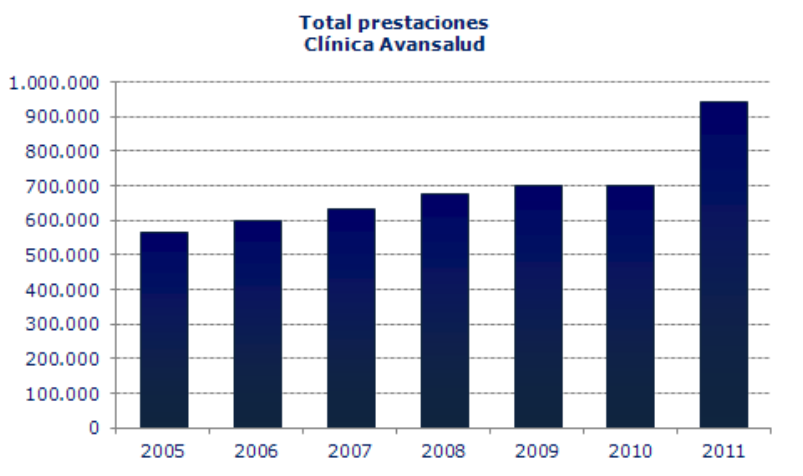
La Clínica Avansalud fue creada en 1992, se ubica en la comuna de Providencia. Durante 2010, la clínica fue ampliada y remodelada, aumentando su dotación de 9.000 a 31.000 m² construidos, disponiendo de 100 camas y catorce pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud. Esta ampliación se tradujo en un significativo aumento de su actividad, pasando de una ocupación de 33% en 2010, a un 48% de sus camas en 2011.

Situación financiera de Clínica Avansalud

A diciembre de 2011, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$ 19.035 millones y utilidades por \$ 1.463 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.



El siguiente gráfico muestra la evolución del número de prestaciones de Clínica Avansalud:



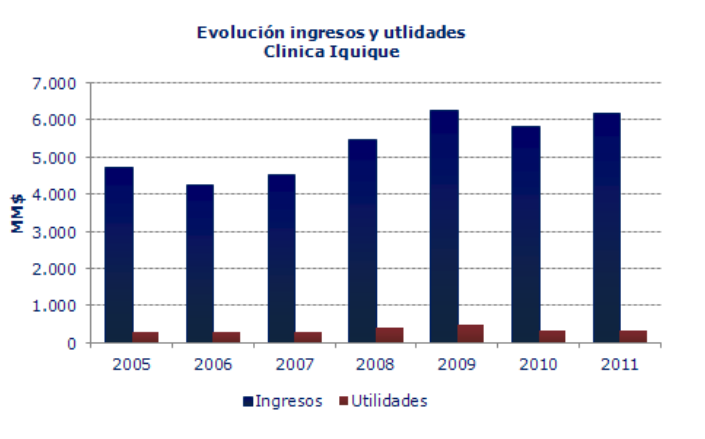
Clínica Iquique S.A.

La Clínica Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá. Es una clínica de mediana a alta complejidad, que ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 68 camas de hospitalización, distribuidas en 4.989 m² de construcción, de las cuales, cinco corresponden a la unidad de pacientes críticos adulto y cuatro a la de pacientes neonatal.

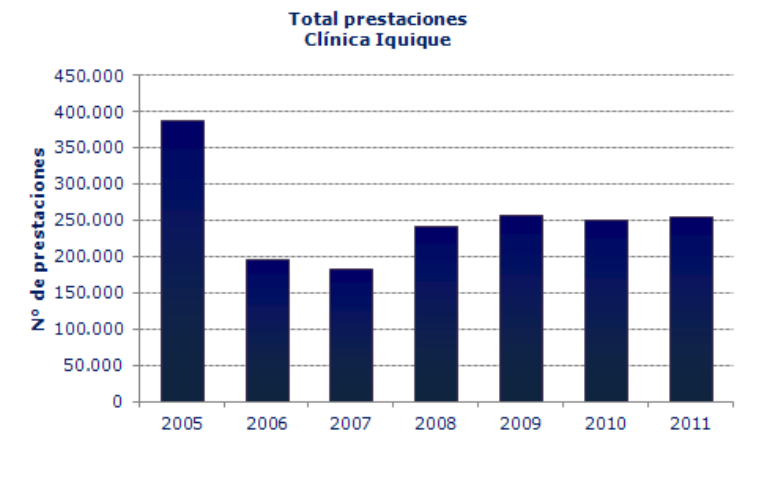
Durante 2011 no tuvo cambios significativos en su infraestructura, capacidad resolutoria y actividad. La clínica tiene un alto grado de ocupación, siendo de 63,9% en el año analizado, por lo que tiene una capacidad limitada de aumentar su actividad. Se está definiendo un proyecto de expansión, que se iniciaría durante 2012.

Situación financiera de Clínica Iquique

A diciembre de 2011, Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 6.234 millones y utilidades por \$ 353 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.



El siguiente grafico muestra la evolución del número de prestaciones de Clínica Iquique:



Oncored S.p.A.

Oncored es una sociedad constituida en noviembre de 2011, por lo que no mostró resultados significativos, ni actividad productiva durante el período. La sociedad está orientada a satisfacer las necesidades de la población que sufre de enfermedades oncológicas, para lo cual debe coordinarse una red de prestadores que provean los servicios requeridos por los pacientes. Durante los dos últimos meses de 2011, la sociedad se encontraba en la etapa de diseño de los procesos para poder otorgar sus prestaciones.

Administradora de Clínicas Regionales Uno y Dos

El objetivo de las Administradoras de Clínicas Regionales consiste en la prestación de servicios de cualquier naturaleza a establecimientos destinados al funcionamiento de hospitales, clínicas, policlínicos, centros médicos y servicios de salud en general. En la actualidad posee doce centros de atención.

Desde 2010 se han definido inversiones en todas sus unidades, y se prevé que continúen durante 2012 y 2013 a lo menos. En todas las instalaciones hubo algún grado de intervención significativo de su infraestructura, por lo que en su conjunto mostró un resultado negativo durante 2011.

Administradora de Transacciones Electrónicas S.A. (Atesa S.A.)

Atesa S.A. es una sociedad de inversión que posee como único activo el 49,99% de Transacciones Electrónicas S.A., ésta a su vez posee dos filiales -Imed S.A. y Autentia S.A.- las que son líderes en el mercado de servicios de plataformas digitales para el sector salud (Imed S.A.) y verificación de identidad mediante huella dactilar digital (Autentia S.A.). Transacciones Electrónicas S.A. presentó una

utilidad del ejercicio en 2011 de \$ 1.794 millones. **Red Salud** mantiene el 50% de la propiedad de Atesa S.A.

Hospital Clínico de Viña del Mar

El Hospital Clínico de Viña del Mar es una institución donde **Redsalud** tiene una participación de 10,98%. Durante 2010 tuvo un aumento en su infraestructura y capacidad productiva, que se tradujo en un aumento de su actividad durante 2011, que se manifestó en un aumento en sus ingresos.

Inmobiliaria Clínica S.A.

Inmobiliaria Clínica S.A. es el nuevo edificio, actualmente en construcción, de Clínica Tabancura. La sociedad fue constituida en diciembre de 2009 y tiene por objeto la compra y venta de bienes raíces y derechos constituidos en ellos, así como la construcción, explotación en inversión de los bienes de **Red Salud**.

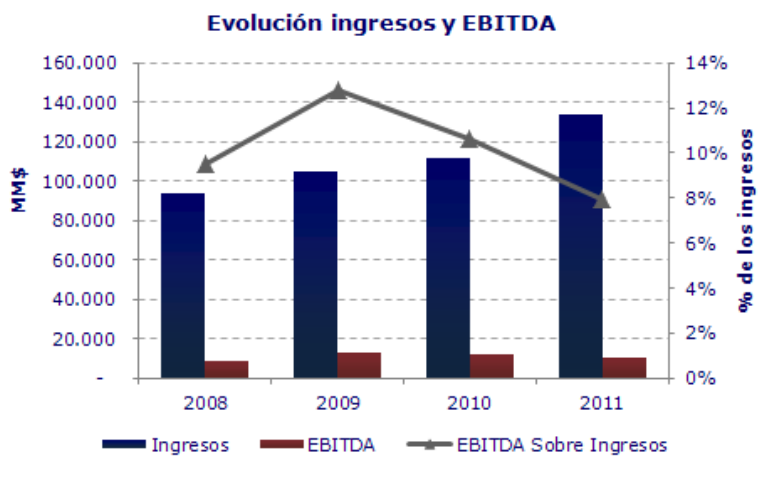
Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2011, los ingresos consolidados de **Red Salud** alcanzaron los \$ 133.939 millones, lo que significó un aumento de 20,3%, con respecto de igual período del año anterior. Esta alza es explicada principalmente por los mejores ingresos por prestaciones médicas hospitalarias derivados de la puesta en marcha de la nueva Clínica Bicentenario, además de los mayores ingresos de sus filiales Megasalud y Clínica Avansalud, empresas que mejoraron sus ingresos un 7,9% y un 38,7%, respectivamente. Por su parte, el EBITDA de la compañía se contrajo un 9,6% en 2011, lo que se debe principalmente a un menor resultado operacional, que disminuyó 37,7% principalmente por un aumento en los gastos de administración, explicado por los mayores gastos de personal y depreciaciones incurridos en Clínica Bicentenario. Se espera que esta situación se revierta paulatinamente en la medida que Clínica Bicentenario consolide aún más su operación.

En el siguiente gráfico se muestran los cambios que han presentado los ingresos y el EBITDA en los periodos analizados⁶:

⁶ Para el año 2008 los datos fueron tomados de los estados financieros individuales por lo que son sólo de referencia.



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** aumentó 14,9% durante 2011, alcanzando \$ 90.083 millones (\$ 78.392 en 2010). De esta deuda, un 66% corresponde a obligaciones por *leasing* y un 34% a obligaciones con bancos. La porción de largo plazo de la deuda es de 80,1% del total. La deuda financiera consolidada de la empresa a fines de 2011 corresponde en 54% a Clínica Bicentenario, para la implementación de su edificio clínico, 19% a Clínica Avansalud, 13% de Red Megasalud, 7% de Clínica Tabancura, y 0,4% de Clínica Iquique.

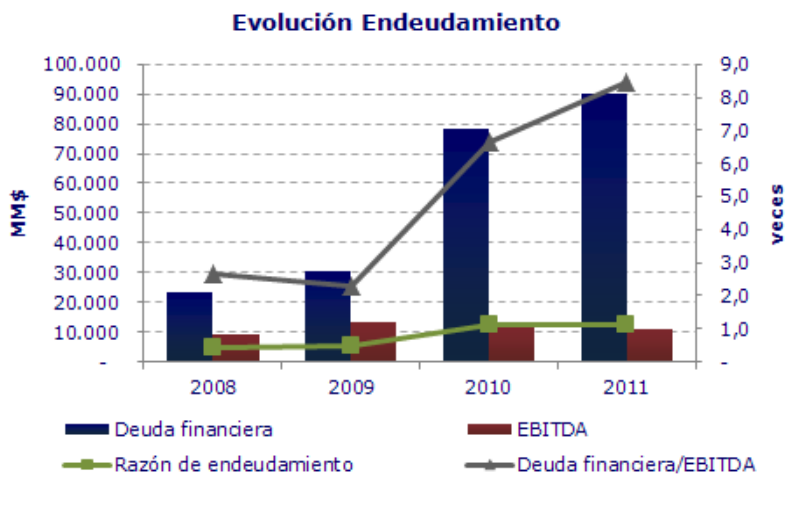
Importante es considerar que en enero del año en curso la sociedad colocó dos líneas de bonos por dos millones de unidades de fomento, por lo tanto, su deuda financiera se incrementa en más de \$ 40.000 millones.

La razón de endeudamiento -medida como pasivo exigible sobre patrimonio⁷- se mantuvo en 1,14 veces durante el período, debido a que tanto el pasivo exigible, como el patrimonio total de la empresa aumentaron en 8% durante 2011. En tanto, la relación deuda financiera sobre EBITDA aumentó desde 6,6 veces en 2010, a 8,4 veces en el período analizado, debido a un aumento en un 19,4% de su deuda financiera, que corresponden en su mayoría a Clínica Bicentenario. Además hubo una menor generación de EBITDA, producto del menor resultado operacional de la compañía.

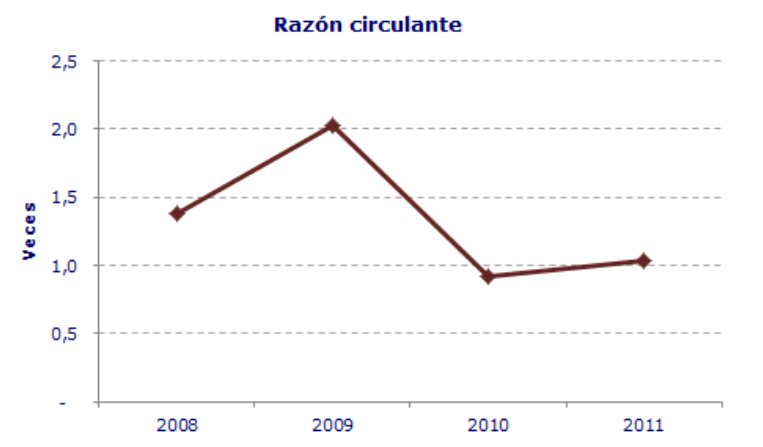
En el siguiente gráfico, se muestra la evolución de los indicadores a partir de 2008⁸:

⁷ Medidas en términos consolidados

⁸ Las cifras del 2008 son la suma de las cuentas de las filiales que consolidan, no son cifras consolidadas. Se muestran a modo de comparación.



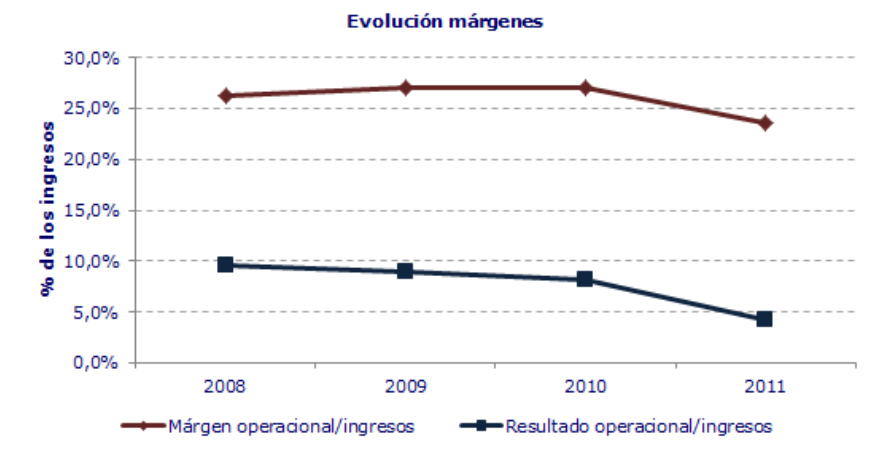
La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos circulantes sobre pasivos circulantes) aumentó un 12%, llegando a 1,03 veces en 2011 (0,9 veces en 2010). Este aumento se explica principalmente por un incremento de 12% en el activo circulante, frente a un pasivo circulante que se mantuvo sin variación. El activo circulante aumentó en \$ 5.157 millones, los que se debe a un mayor crecimiento tanto en otras cuentas por cobrar, como a depósitos a plazo tomados en el banco que financió las obras de ampliación y construcción de las clínicas Avansalud y Bicentenario, respecto a la disminución observada en la cuenta de efectivo y equivalente al efectivo durante 2011. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la liquidez⁹:



⁹ Para el año 2008 los datos fueron tomados de los estados financieros individuales por lo que son sólo de referencia.

Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración y ventas sobre ingresos, aumentó desde 19,3% a 20,3%, esto se explica, como se mencionó anteriormente, por el aumento tanto de los ingresos, como en los gastos de administración y ventas producidos por la apertura de Clínica Bicentenario. El margen bruto en tanto, disminuyó a un 23,5% de los ingresos (27% en 2010).



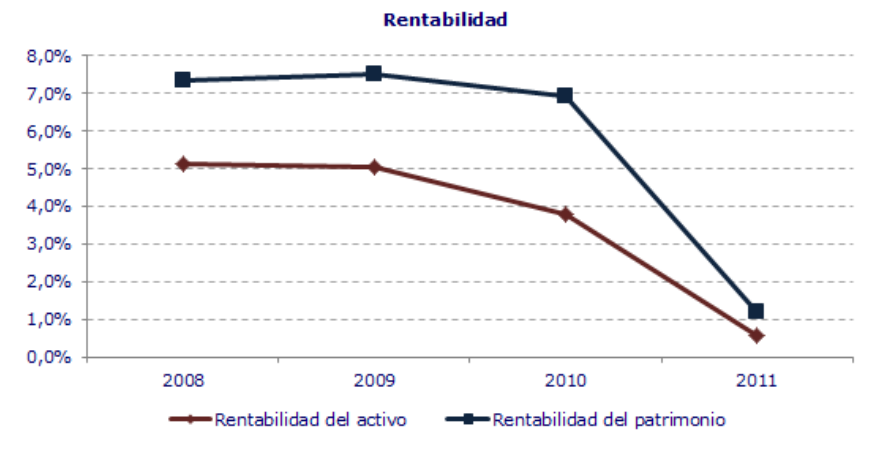
Por otro lado, la rentabilidad del patrimonio¹⁰ presentó una disminución desde 6,9% en 2010 a 1,2% en 2011, producto de la menor utilidad registrada en 2011 y un aumento de 8,1% del patrimonio, ello por el incremento de capital efectuado en mayo de 2011 y por las utilidades del ejercicio. La rentabilidad del activo¹¹ descendió desde 3,8% en 2010 hasta 0,6% en 2011. Esta disminución responde a la menor utilidad del período, como al crecimiento de 7,9% alcanzado por los activos totales desde diciembre de 2010 a diciembre de 2011, debido a las inversiones en Clínica Bicentenario y Clínica Avansalud.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la rentabilidad y eficiencia¹²:

¹⁰ Rentabilidad del patrimonio: utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

¹¹ Rentabilidad del activo: Utilidad del ejercicio sobre activos totales promedio de los últimos dos años.

¹² Para el año 2008 los datos fueron tomados de los estados financieros individuales por lo que son sólo de referencia.



Características de los títulos de deuda

Covenants líneas de bonos		
	Línea	Límite al 31/12/2011
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	0,79 veces
EBITDA/gastos financieros netos	Hasta el 30/03/2013	Superior a 2,5 veces
	Desde el 31/03/2013	Superior a 3,0 veces
Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	8,26 veces

"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."