



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Eduardo Valdés S.  
Tel. (56-2) 433 5200  
eduardo.valdes@humphreys.cl

## **Empresas Red Salud S.A.**

Abril 2013

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 diciembre 2012

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Líneas de bonos Serie A	Nº 697 de 21.12.11 Primera emisión
Línea de bonos Serie C	Nº 698 de 21.12.11 Primera emisión

Estado Consolidado de Resultados Integrales por Función, IFRS			
M\$ de cada año	Dic-2010	Dic-2011	Dic-2012
Ingresos totales	107.113.939	134.476.806	163.810.635
Costo de ventas	-78.163.893	-105.363.366	-129.112.288
<b>Margen bruto</b>	<b>28.950.046</b>	<b>29.113.440</b>	<b>34.698.347</b>
Gastos de adm. y otras ganancias	-20.162.371	-23.422.101	-25.513.731
<b>Resultado operacional</b>	<b>8.305.009</b>	<b>4.757.940</b>	<b>8.150.040</b>
Costos financieros	-1.354.523	-3.630.457	-7.044.496
Utilidad del ejercicio	6.967.722	1.341.814	2.824.486
EBITDA <sup>1</sup>	12.462.833	11.197.976	15.916.040

Estado Consolidado de Situación Financiera Clasificado			
M\$ de cada año	Dic-2010	Dic-2011	Dic-2012
Activos corrientes	40.424.836	47.176.749	77.300.283
Activos no corrientes	176.309.344	199.650.167	212.956.243
<b>Total activos</b>	<b>216.734.180</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>
Pasivos corrientes	44.006.620	45.733.201	49.504.010
Pasivos no corrientes	71.367.517	87.249.711	126.888.638
Pasivos totales	<b>115.374.137</b>	<b>132.982.912</b>	<b>176.392.648</b>
Patrimonio	101.360.043	113.844.004	113.863.878
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>216.734.180</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>
Deuda financiera	75.416.243	90.083.176	126.316.852

<sup>1</sup> Definido por la empresa como margen bruto, menos gastos de administración, más depreciación y amortización.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Empresas 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 17 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), firma que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Sus filiales más importantes son Megasalud (99,99%), Clínica Tabancura (99,99%), Clínica Avansalud (99,99%), Clínica Bicentenario (99,99%), Clínica Iquique (52,15%), Inmobiliaria Clínica (99,99%) y Oncored (100%).

Durante el período 2012, **Red Salud** generó ingresos por US\$ 341,3 millones y un EBITDA de US\$ 33,2 millones. Al cierre del ejercicio 2012, la deuda financiera consolidada alcanzaba a US\$ 263,2 millones, con un patrimonio total consolidado de US\$ 237,2 millones.

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 de que la sociedad se desenvuelve en un sector con auspiciosa expectativa en cuanto al crecimiento de su demanda, tanto por el envejecimiento de la población como por el crecimiento esperado del ingreso *per cápita* en Chile, ambos factores claves en lo que respecta al gasto en consumo en salud. La penetración de los seguros de salud –obligatorios o voluntarios- también contribuirán al crecimiento de la demanda.

La categoría de riesgo asignada también reconoce que **Red Salud** es filial de ILC (clasificada en “*Categoría AA+*” por **Humphreys**) y, por ello, controlada por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

Dentro de los aspectos que se han considerado positivos se encuentra la estabilidad de los márgenes con que operan las distintas filiales, y la experiencia y formación de los equipos directivos a nivel de filiales y de matriz. Asimismo, se considera favorable que el controlador de **Red Salud** participe desde sus orígenes en la mayoría de las empresas productivas 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 están en procesos de consolidación en términos de ingresos, y los niveles de inversión para los próximos años, básicamente la ampliación de la Clínica Tabancura. Con todo el riesgo está mitigado por cuanto las inversiones en las clínicas Avansalud y Bicentenario ya están aportando ingresos y, además, se espera que la segunda de ellas cada año incremente su impacto en el flujo de caja del emisor.

El proceso de calificación recoge adicionalmente la concentración por deudores, que en la práctica - dada la estructura de seguros de salud en Chile- corresponden a ocho entidades, básicamente isapres, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Más allá del estado financiero actual de estas entidades y las regulaciones existentes (respaldo de obligaciones), nada asegura que dicha situación se mantenga en el largo plazo (horizonte de tiempo de los bonos). Con todo, a juicio de **Humphreys**, este tipo de riesgo mantiene baja probabilidad de manifestarse en el presente y es inherente a toda la industria.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación se relaciona con la concentración de los ingresos y del EBITDA por establecimientos médicos. También se debe considerar la rápida obsolescencia de los equipamientos, lo cual genera inversiones recurrentes que presionan la caja de la compañía. Pese a lo anterior, la sociedad tiene la posibilidad de reubicación de los mismos (por su extensa red) y que existen en el mercado posibilidades de financiamiento (*leasing*).

Es importante destacar que la clasificación de riesgo incorpora el hecho que los niveles de deuda de la compañía están asociados, en gran parte, a activos en etapa de ejecución u operativos, pero cuya generación de flujo aún no alcanzan su consolidación. Dado lo anterior, la situación actual de **Red Salud** subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo la cual debiera incrementarse sustancialmente en los años venideros, una vez que la clínica Bicentenario y la ampliación de la clínica Avansalud alcancen todo su potencial, así como cuando se ponga término a la extensión y remodelación de la clínica Tabancura.

La mayor certeza de estos flujos, comparados con otro tipo de proyectos, responde a que se trata de inversiones propias del negocio central del emisor<sup>2</sup> y que, tanto en el caso de Avansalud como en Tabancura, representan incrementos de la capacidad operativa de instalaciones ya existentes. Por lo

---

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

demás, los resultados financieros de las clínicas Bicentenario y Avansalud ya muestran una clara tendencia al alza.

Adicionalmente se considera que, salvo por un *bullet* en 2016, la empresa ha logrado estructurar un financiamiento de largo plazo que se ajusta al perfil de sus inversiones; en la práctica, cerca del 54% de los pasivos financieros tiene vencimiento a partir del 2017.

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.

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

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 existan desviaciones razonables respecto a lo inicialmente presupuestado.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Modelo de negocios con elevada sinergia entre sus distintas áreas operativas y amplia cobertura nacional.
- Elevada fortaleza de la demanda actual y potencial.

#### Fortalezas complementarias

- Negocio con estabilidad de márgenes.
- Pertenecer a la CChC (grupo que cuenta entre sus filiales a una Isapre y una compañía de seguros) y equipos profesionales con amplia experiencia en el rubro.
- Adecuado nivel de activos susceptibles de entregar en garantías.

#### Fortalezas de apoyo

- Dividendos recibidos desde su filial Atesa.
- Buen posicionamiento de marcas.

#### Riesgos considerados

- Importancia relativa de activos que aún no están consolidados, en términos de ingresos y niveles de inversión futuros (riesgo transitorio y controlado dentro de lo posible).
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Concentración de ingresos y EBITDA por establecimiento médico (riesgo cuyo efecto sobre el emisor es susceptible de aminorar vía seguros).
- Rápida obsolescencia del equipamiento médico, que presiona la caja de la compañía por el nivel de inversiones requerido (riesgo de baja magnitud).

## Hechos relevantes

### Resultados a diciembre de 2012

Durante el período 2012, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 163.811 millones, lo que representó un crecimiento de 21,8% respecto a igual período del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$ 129.112 millones, implicando un incremento de 22,5% respecto al cierre de 2011. El aumento de los ingresos y costos de explotación respondió a la mayor actividad que presentaron las filiales de la **Red Salud** en relación a igual período del año anterior, principalmente por el mayor nivel de ventas de clínicas Bicentenario y Avansalud; y en menor medida al mejoramiento de los resultados operacionales de Clínica Tabancura y Megasalud.

El total de gastos de administración y otras ganancias sumó \$ 25.514 millones durante 2012, lo que significó un aumento de 8,9% respecto al período anterior. Esto se explica principalmente por mayores gastos generales y en personal, por la habilitación de un mayor número de camas y complejización de operaciones de Clínica Bicentenario, así como la complejización de Clínica Avansalud, que acentuó su presencia en actividades hospitalarias. El mayor incremento en el nivel de ingresos en relación al aumento de los gastos llevó que esta relación disminuya desde 17,4% a 15,6% en el período analizado.

Con todo, el resultado operacional del período ascendió a \$ 9.185 millones, lo que representó un aumento de 64,41% respecto al año anterior.

En tanto, el EBITDA de la compañía alcanzó un monto de \$ 15.916 millones en este período, un 42,1% superior a los \$ 11.198 millones alcanzados en 2011.

El resultado no operacional alcanzó un valor negativo de \$ 5.864 millones, un 61,5% inferior a lo alcanzado en 2011, cuando se registró una pérdida de \$ 3.632 millones, que se deben en su mayoría al mayor costo financiero de Clínica Bicentenario, por el leasing que financió parte de sus inversiones, y de **Red Salud**, por la colocación de bonos realizada durante el mes de enero de 2012.

El resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 2.824 millones, un poco más del doble a lo registrado a fines de 2011, cuando alcanzó \$ 1.342.

Los activos totales, por su parte, presentaron un aumento de 17,6%, pasando de \$ 246.827 millones en 2011 a \$ 290.257 millones en 2012. Por el lado de los activos corrientes (63,9% superior respecto a 2011), el aumento se debió principalmente al aumento de \$ 21.209 millones registrados en la cuenta de efectivo y equivalentes al efectivo, que corresponden al aumento de los fondos mutuos de **Red Salud**, producto de la colocación de bonos efectuada a inicios de 2012, al aumento de \$ 12.528 millones en deudores comerciales, principalmente de Clínica Bicentenario, Megasalud y Avansalud. Desde el punto de vista de los activos no corrientes (variación positiva de 6,7% en el período), el incremento se debe principalmente al aumento de los activos inmobiliarios y equipamiento de las clínicas Avansalud, Bicentenario e Inmobiliaria Clínica; además del aumento en las inversiones en

asociadas contabilizadas utilizando el método de participación, producto de los aumentos de capital realizados a Inmobiliaria Clínica y Administradora de Clínicas Regionales Dos S.A. En tanto, el pasivo exigible de la compañía alcanzó \$ 176.393 millones con un aumento de 32,6% con respecto a igual período del año anterior, destacándose el aumento de la deuda financiera de largo plazo, como consecuencia de la colocación de bonos realizada por la empresa en enero de 2012. El patrimonio de la compañía alcanzó los \$ 113.864 millones en de 2012, solo \$ 20 millones superior a 2011, por un aumento en Participación no Controladoras por ese monto.

### Eventos recientes

El 26 de enero de 2012 **Red Salud** colocó dos series de bonos desmaterializados y al portador, cuyas condiciones son:

- Bonos Serie A, con cargo a la línea de bonos N° 697, por un total de \$ 21.800 millones, con vencimiento el día 30 de junio de 2016, a una tasa de colocación de 6,70%.
- Bonos Serie C, con cargo a la línea de bonos N° 698, por un total de UF 1.000.000, con vencimiento el día 30 de junio de 2032, a una tasa de colocación de 4,14%.

El 25 de mayo de 2012, la sociedad matriz de **Red Salud**, Sociedad de Inversiones La Construcción S.A. adquirió 232.800.000 acciones pertenecientes a la Cámara Chilena de la Construcción A.G., alcanzando el 89,99% del total de acciones emitidas.

El 22 de agosto de 2012, producto del proceso de negociación colectiva, el sindicato de trabajadores de Clínica Iquique inicia una huelga, alcanzándose un acuerdo con la empresa el 11 de septiembre de ese mismo año, reanudándose las operaciones normales de la clínica.

El 26 de octubre de 2012, el directorio de la empresa acordó adoptar las "Políticas generales de habitualidad para operaciones con Partes Relacionadas", conforme al artículo 147 de la Ley N°18.046.

## 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.

## Oportunidades y fortalezas

**Sólida estrategia de negocios:** La empresa basa su estrategia de negocios en una amplia variedad de prestaciones, extendida en todo el territorio nacional, permitiéndole 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 13,3 millones de prestaciones; además, ha presentado un fuerte crecimiento de su capacidad instalada, pasando de tener 379 camas y 605 boxes de consultas médicas en 2008, a más de 1.200 camas y 1.000 boxes de consulta médicas a fines de 2012.

**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 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 8%<sup>3</sup> 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\$ 947 dólares, mucho menor al de los países desarrollados que superan los US\$ 3.000 e incluso llegan a superar los US\$ 8.300). 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 al 2010, al gasto en salud per cápita en Chile, aumentó en 293%<sup>4</sup>.

**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 su 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 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 2.900 profesionales de distintas disciplinas. Asimismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado, y con amplia trayectoria (Tabancura, Megasalud y Avansalud). La red representa más del 5% del total de prestaciones realizadas en el país.

<sup>3</sup> Fuente Banco Mundial, datos al año 2010.

<sup>4</sup> Fuente Banco Mundial, variación medida en dólares.



**Importancia relativa del activo fijo:** La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de US\$ 280 millones en activos fijos netos<sup>5</sup> susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esta situación dota de 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 7,9 veces el EBITDA. Con todo, de acuerdo con las proyecciones de *Humphreys*, este *ratio* debiera disminuir fuerte y persistentemente en los próximos años. Cabe destacar que dos inversiones recientes, clínica Bicentenario y clínica Avansalud, ya muestran su tendencia favorable en términos de flujos; por su parte el proyecto de la clínica Tabancura se trata de la ampliación de un centro operativo con larga data de funcionamiento.

**Consolidación de las inversiones:** Si bien el endeudamiento de la compañía es consistente con los niveles de inversión realizados, su valor relativo actual respecto a la generación de caja no es representativo de su valor de largo plazo aún, y solo será conocido una vez que maduren las nuevas inversiones de la compañía, en especial Clínica Bicentenario, tanto por su importancia monetaria como por tener el carácter de proyecto puro (no como las ampliaciones efectuadas a Clínica Avansalud y los avances de Clínica Tabancura, que son clínicas consolidadas, lo que disminuye el riesgo de las inversiones, aunque no asegura su rentabilidad).

**Concentración de ingresos:** La mayor parte de los ingresos están concentrados en Megasalud (45,8%), Clínica Tabancura (17,5%), Clínica Bicentenario (17,0%) y Clínica Avansalud (15,6%), 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 78% de los ingresos de **Red Salud** provienen de Fonasa y de cuatro isapres nacionales, lo que 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 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. También se reconoce que las isapres

<sup>5</sup> Activos fijos totales menos los activos en *leasing* y activos en garantía.

son entidades reguladas y dentro de las regulaciones se incluye la necesidad de generar reservas para el pago de sus obligaciones.

**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, existe 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, implican que la información financiera actual no representa la generación de caja futura de la compañía.

**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 en equipos dada su rápida obsolescencia (lo que 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 compañía 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.

A diciembre de 2012, 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), Hospital Clínico de Viña del Mar S.A. y Administradora de Clínicas Regionales S.A. uno y dos, a través de las cuales tiene presencia en trece instituciones de salud de regiones.

### Propiedad y administración de Red Salud S.A.

#### Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2012, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Alberto Etchegaray Aubry
Vicepresidente	Juan Ignacio Silva Alcalde
Director	Otto Paul Kunz Sommer
Director	Máximo Honorato Alamos
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:

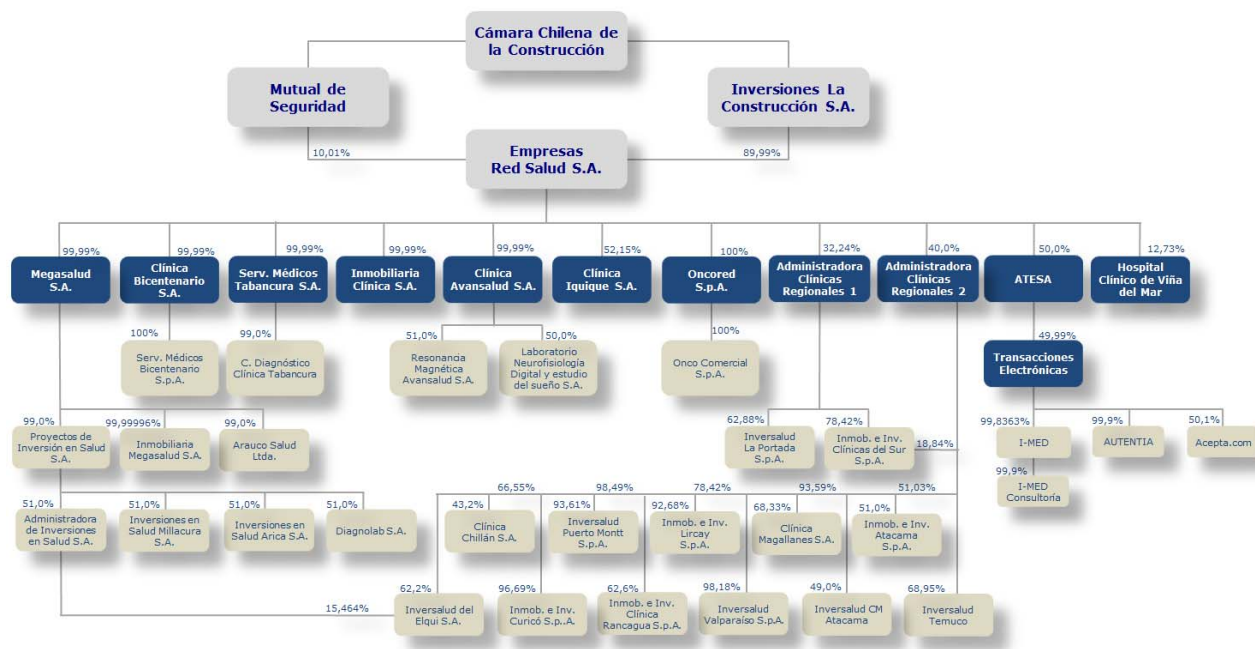
Cargo	Nombre
Gerente general	Ricardo Silva Mena
Gerente médico	Dra. Victoria Fabr� Muñoz
Gerente de administración y finanzas	Jorge Martínez Alfaro
Gerente de planificación	Nora G. Terry
Gerente de desarrollo	Juan Pablo Undurraga Costa
Subgerente de control de gestión	Cristián Cartes Muñoz

## Accionistas

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

Sociedad	N� de acciones	% de la propiedad
Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A.	2.284.600.000	80,99%
Mutual de Seguridad C.CH.C.	254.100.000	10,01%
<b>Total</b>	<b>2.538.700.000</b>	<b>100,00%</b>

## 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.

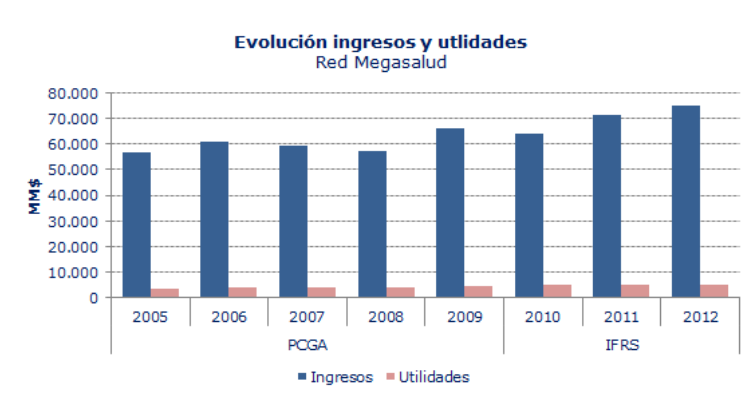
## Megasalud S.A.

Megasalud fue creada en el año 2000 y es una de las redes ambulatorias, médica y dental más grandes del país. Tiene presencia desde Arica a Punta Arenas con 32 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con cerca de 2.500 profesionales y técnicos, produciendo sobre 6,8 millones de prestaciones<sup>6</sup> a nivel nacional, de las cuales, más de 1,8 millones fueron consultas médicas, más de 1,2 millones atenciones dentales y el resto atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

<sup>6</sup> Prestaciones: consultas médicas, exámenes de diagnóstico, procedimientos, prestaciones dentales y kinesiológicas.

## Situación financiera

A diciembre de 2012 Megasalud obtuvo ingresos por \$ 75.045 millones y utilidades por \$ 5.050 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



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



## Clínica Tabancura S.A.

Clínica Tabancura fue creada en 1992, como una maternidad. Posteriormente, en 2001, amplió sus operaciones para transformarse en clínica de prestaciones generales, incorporando UTI adulto y pediátrica, servicio de urgencia y diagnóstico por imágenes avanzadas, entre otros.

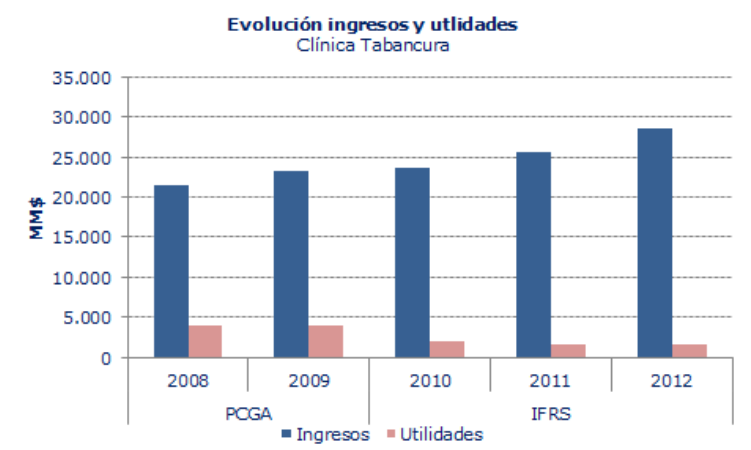
En materia de proyectos, durante 2012 se continuaron las obras de construcción de una nueva clínica contigua a la actual, que contempla la construcción de un nuevo edificio de 34.000 m<sup>2</sup> aproximadamente. Al finalizar las obras, la nueva clínica aumentará su dotación de la siguiente manera:

	Actual	Ampliación	Total
N° de Camas	128	82	210
N° de Pabellones	8	4	12
N° de Box consultas médicas	39	34	73

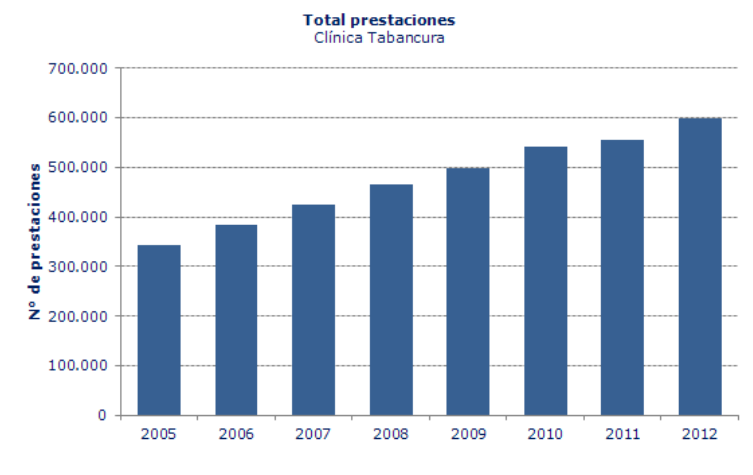
Actualmente, la clínica cuenta con un *staff* de 284 médicos distribuidos en una superficie de 28.514 m<sup>2</sup>. Cuenta con 128 camas, 39 boxes de consultas médicas, 13 boxes de urgencia, doce salas de procedimientos y ocho pabellones entre otros. Durante 2012 tuvo una ocupación de 91,2%, realizando casi 600 mil prestaciones, que incluyen atenciones médicas, exámenes de laboratorio, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

### Situación financiera de Clínica Tabancura

A diciembre de 2012, Clínica Tabancura sumó ingresos por \$ 28.631 millones y utilidades por \$ 1.682 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



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



## 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 64.240 m<sup>2</sup> construidos, con una infraestructura de 230 camas, 12 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 38 boxes de consultas médicas de especialidades, 15 boxes de servicio de urgencia de adultos, pediátrico y gineco-obstétrico y servicios de apoyo como radiología y laboratorio clínico.

Durante el periodo analizado, la clínica habilitó 230 camas, dos pabellones (oftalmológico y cardiología, además de dos pabellones de ginecología adicionales por habilitar), tuvo un 66% de ocupación de sus camas, realizando más de 800 mil prestaciones, que incluyen atenciones médicas, exámenes de laboratorio, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

### Situación financiera de Clínica Bicentenario

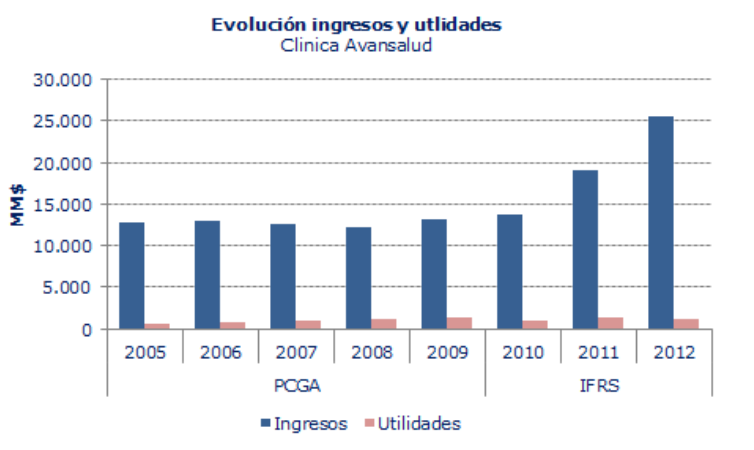
Clínica Bicentenario obtuvo ingresos por \$ 27.869 millones y una pérdida de \$ 4.641 millones, lo que significa una importante mejora de sus resultados en su segundo año de operación (en ese período obtuvo ingresos por \$ 11.936 millones y una pérdida de \$ 6.313 millones). Su nivel de activo fijo asciende a \$ 60.051 millones, un 67% de los cuales corresponde a propiedades, planta y equipos. Se espera que la clínica mantenga una mejora sostenida de sus resultados en la medida que se consolide en el mercado.

## Clínica Avansalud S.A.

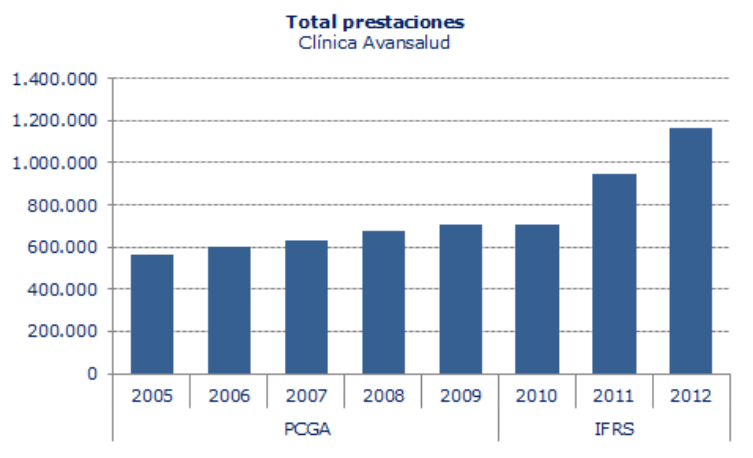
La Clínica Avansalud fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. Durante 2010 la clínica fue ampliada y remodelada, triplicando su superficie construida. Actualmente tiene un *staff* de 322 médicos, una infraestructura de 30.686 m<sup>2</sup>, 103 camas, 78 boxes (para consultas médicas y urgencias), 33 salas de procedimientos y 14 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud. Durante el último período, la clínica tuvo un aumento significativo de su actividad, pasando de un 48% a un 60,9% de ocupación de sus camas.

### Situación financiera de Clínica Avansalud

A diciembre de 2012, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$ 25.592 millones y utilidades por \$ 1.196 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



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





## Clínica Iquique S.A.

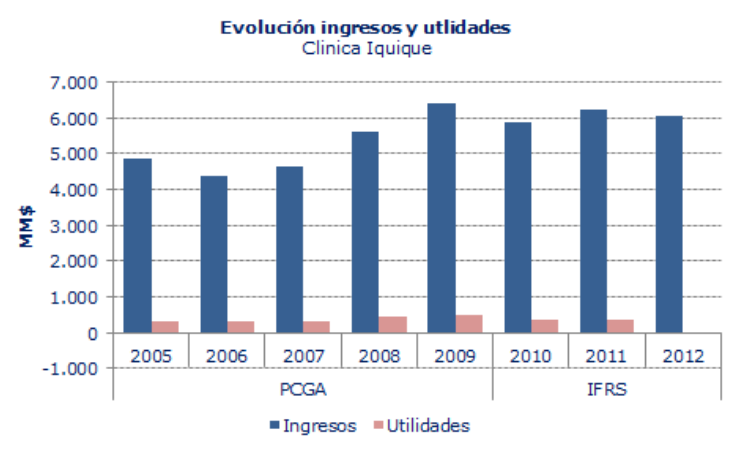
La Clínica Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá. Es una institución de mediana a alta complejidad, que ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 68 camas de hospitalización, distribuidas en 4.989 m<sup>2</sup> construidos. Cuenta con un *staff* de 137 médicos, diez boxes de urgencia, cinco pabellones generales, un pabellón para tratamientos gineco-obstetricos y una sala de procedimientos de urgencia.

Durante agosto de 2012 la clínica sufrió la paralización de sus trabajadores por 20 días, lo que repercutió en una pérdida para ese período. Producto de la huelga recientemente mencionada, la clínica disminuyó el grado de ocupación de sus camas, desde un 63,9% en 2011 a un 56,4% en 2012.

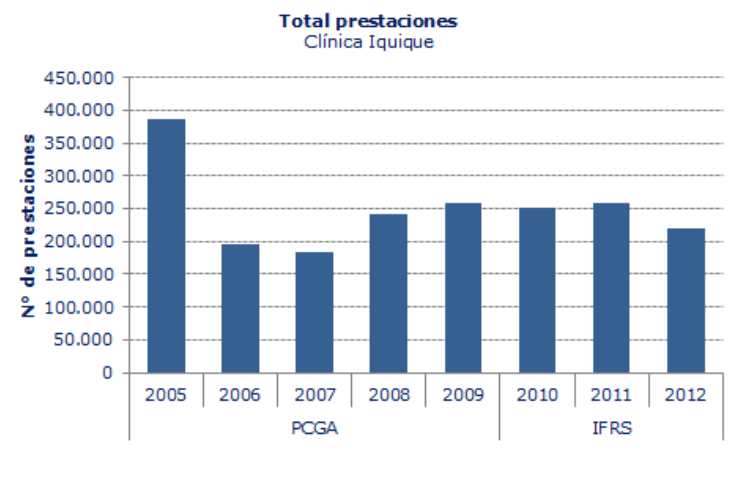
### Situación financiera de Clínica Iquique

A diciembre de 2012, Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 6.060 millones y producto de la huelga de trabajadores ocurrida en agosto de 2012, la clínica registró una pérdida de \$ 54 millones en el período.

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 y 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. En ese período, la sociedad se encontraba en la etapa de diseño de los procesos para poder otorgar sus prestaciones.

El año 2012 fue el primer año de operación, comenzando en forma paulatina, con la atención de pacientes de patologías como cáncer de mama, cáncer cervico-uterino y brindando una resolución en todas las patologías oncológicas del adulto. Todas las atenciones fueron efectuadas en las clínicas de **Red Salud**, bajo la administración y seguimiento del modelo de Red Oncosalud.

A diciembre de 2012, Oncored tuvo ingresos por \$ 613 millones, y una pérdida de \$ 18,1 millones, superior a los \$ 8,8 millones registrados a fines de 2011, producto de de los gastos de operación y la puesta en marcha de la sociedad.

## 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 trece centros de atención, que se desenvuelven en el contexto de una asociación estratégica de **Red Salud** con Dial, la Asociación Chilena de Seguridad y la Mutual de Seguridad de la CChC.

Desde 2010 se han definido inversiones en todas sus unidades, y se prevé que continúen durante 2013, a lo menos. Durante 2012 se avanzó en la puesta del plan de desarrollo, por lo que en todas las operaciones hubo algún grado de intervención significativo en su infraestructura.

Durante 2012, ambas sociedades tuvieron un resultado negativo de \$ 245,9 millones, un 21% inferior a 2011, cuando ambas sociedades sumaron pérdidas por \$ 203,4 millones.

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

Atesa S.A. es una sociedad de inversiones que posee como único activo el 49,99% de Transacciones Electrónicas S.A., la que a su vez tiene tres filiales -Imed S.A., Autentia S.A., y Acepta.com- 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 2012 de \$ 2.070 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 **Red Salud** tiene una participación minoritaria de 12,73%. Los niveles de actividad del año 2012 fueron levemente superiores a los registrados en 2011, con 5.724 egresos clínicos, 4.411 intervenciones quirúrgicas, de las cuales 2.030 corresponden a nacimientos, 24.618 consultas médicas, 151.388 exámenes de laboratorio, 22.327 exámenes de imagenología, 5.680 procedimientos y 18.313 consultas de urgencia. Esta evolución de las variables críticas de la operación ha provocado que los resultados a diciembre de 2012 fueran de \$ 1.091 millones, muy superiores a la pérdida de \$175,8 millones registrada en 2011.

## 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

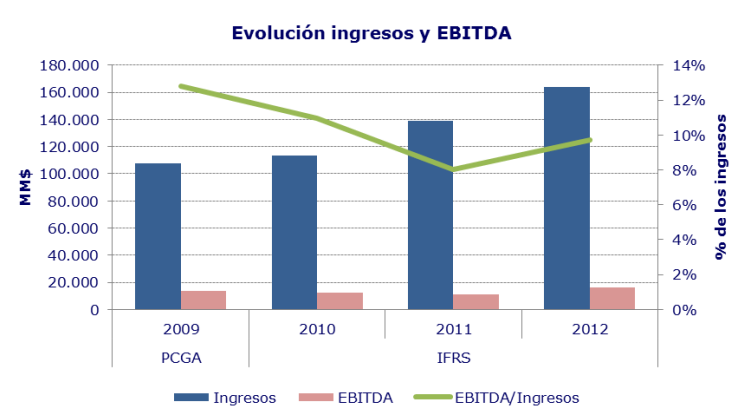
La empresa presenta estados financieros bajo formato IFRS a contar de diciembre de 2011. Para facilitar su comprensión, la información financiera se presenta anualizada en pesos de diciembre de 2012.

## Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2012, los ingresos consolidados de **Red Salud** alcanzaron los \$ 163.811 millones, lo que significó un aumento de 17,6%, respecto a diciembre de 2011. Esta alza es explicada principalmente por el mayor nivel de ventas de Clínica Bicentenario, y en menor medida, de las clínicas Avansalud, Megasalud y Tabancura. Por su parte, el EBITDA de la compañía se incrementó en 42%

respecto al ejercicio de cierre del año anterior, principalmente por el mayor nivel de ventas que repercutió positivamente en el resultado operacional, cuyo aumento fue 56,5% durante 2012.

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



## Evolución del endeudamiento y la liquidez

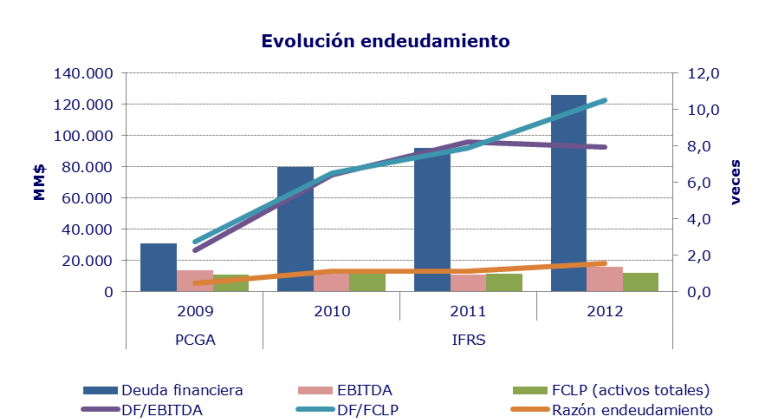
La deuda financiera consolidada de **Red Salud** aumentó 37,3% durante 2012, alcanzando \$ 126.317 millones (\$ 92.007 millones en 2011). El aumento observado se explica principalmente por la colocación de bonos efectuada por la empresa, que representa un 36,2% la deuda. La diferencia se compone de un 41% en obligaciones por *leasing* y un 22,8% en obligaciones con bancos. La porción de largo plazo de la deuda es de 86,1% del total. La deuda financiera consolidada de la empresa a fines de 2012 se reparte en un 35,5% a Clínica Bicentenario (para la implementación de su edificio clínico), 14,1% a Clínica Avansalud, 8,6% a Red Megasalud, 4,7% a Clínica Tabancura, 0,5% a Clínica Iquique y 0,2% a Oncosalud.

La razón de endeudamiento -medida como pasivo exigible sobre patrimonio<sup>7</sup>- aumentó desde 1,13 veces en 2011, a 1,50 durante 2012, lo que se debe principalmente a la colocación de bonos por parte de la sociedad. Además, se observa una mayor generación de EBITDA de 42% producto del mayor resultado operacional de la compañía, por lo mismo, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA disminuyó desde 8,2 a 7,9 veces en el período. En tanto, el mayor aumento en los pasivos financieros de la empresa empujaron la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>8</sup>) a 10,5 veces en diciembre de 2012 (7,9 veces en diciembre de 2011).

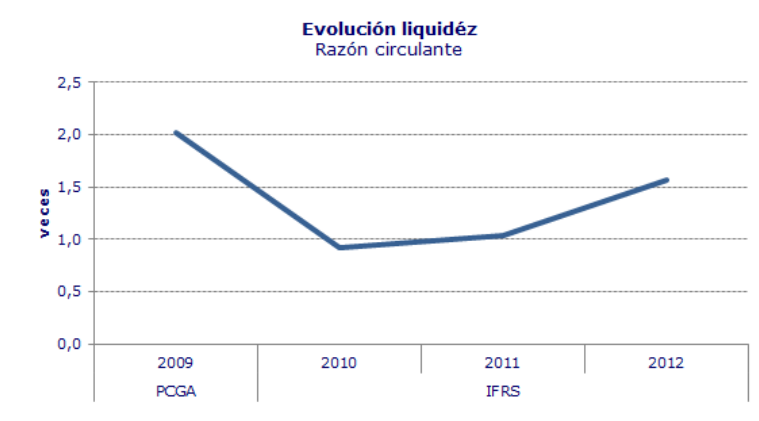
En el siguiente gráfico, se muestra la evolución de los indicadores a partir de 2009:

<sup>7</sup> Medidas en términos consolidados.

<sup>8</sup> El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros y el impuesto. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas para diferentes años.



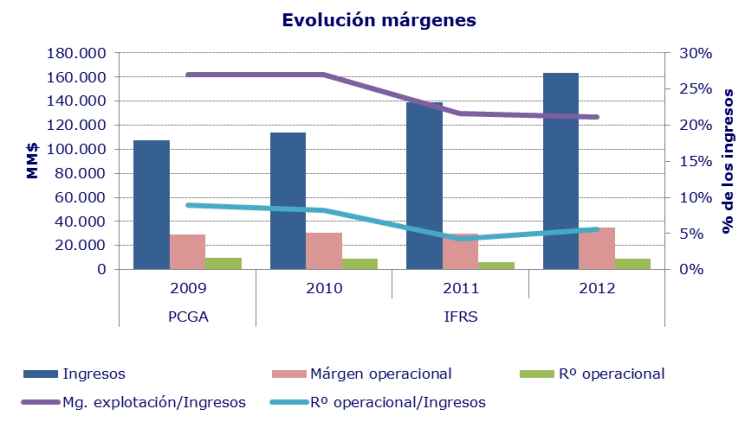
La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) aumentó en un 51%, llegando a 1,56 veces en 2012 (1,03 veces en 2011). Este aumento se explica principalmente por un incremento de 60,4% en el activo corriente, frente a un pasivo corriente que sólo aumentó en 6,0%. El aumento en los depósitos a corto plazo y fondos mutuos de **Red Salud** en \$ 20.829 millones, producto de la colocación de bonos efectuada a principios de 2012 y el aumento de \$ 12.528 millones en deudores comerciales explican gran parte la mayor proporción de activos corrientes alcanzados por la compañía en el último período. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la liquidez:



## Evolución de la rentabilidad y eficiencia

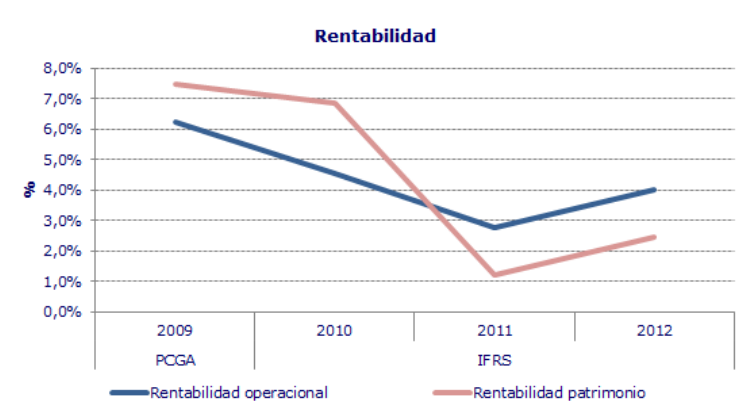
La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración y otras ganancias sobre ingresos, disminuyó desde 17,4% a 15,6% como consecuencia del mayor nivel de ingresos antes descrito. El

margen bruto, en tanto, disminuyó en una menor proporción, desde un 21,7% a un 21,2% en 2012 como consecuencia de un mayor aumento en los costos de venta (18,3%) sobre los ingresos (17,6%).



Por otro lado, tanto la rentabilidad operacional<sup>9</sup>, como la rentabilidad sobre el patrimonio<sup>10</sup> se incrementaron durante 2012. En el primer caso, la rentabilidad operacional aumentó desde 2,8% a 4%%, siendo beneficiada por un mayor nivel de efectivo, como consecuencia de la colocación de bonos efectuada a principios de 2012. La rentabilidad sobre el patrimonio por su parte, se incrementó gracias a la mayor utilidad de 107% registrada en el período, frente a un nivel de sólo disminuyó un 2%. La rentabilidad del activo<sup>11</sup> se incrementó desde 0,6% en 2011 a 1,0% en 2012, que responde a la mayor utilidad del período.

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



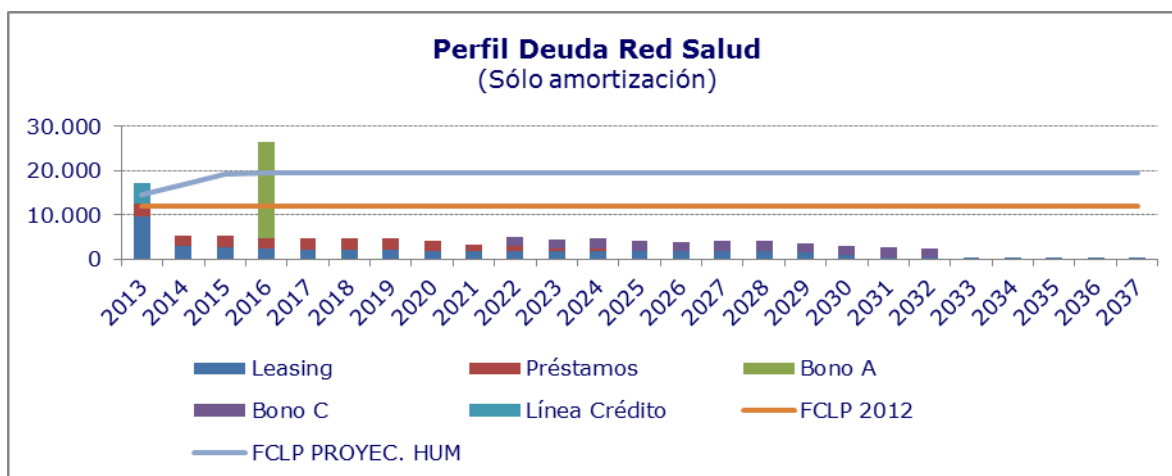
<sup>9</sup> Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

<sup>10</sup> Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

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

## Perfil de pago de la deuda y generación de flujos<sup>12</sup>

De acuerdo con las proyecciones de la clasificadora -que son más conservadoras que las esperadas por el emisor y que algunos estándares de la industria- el flujo de caja de largo plazo de **Red Salud** (FCLP<sup>13</sup>) es más que adecuado para responder a sus obligaciones financieras, al margen, que en opinión de **Humphreys**, se requerirá refinanciar el bono *bullet* que vence el año 2016. El siguiente gráfico muestra las holguras de cajas del emisor (salvo el año 2016).



De acuerdo con las estimaciones de flujos de **Humphreys** (que se muestra como FCLP PROYEC. HUM), los elevados excedentes de caja del emisor deberían facilitar el refinanciamiento de la deuda que vence el año 2016 (dado el buen perfil de **Red Salud** como sujeto de crédito). Por lo demás, en el evento improbable que a futuro no se incrementara el flujo de caja de la sociedad (FCLP 2012), aun así es posible dar cumplimiento a las obligaciones financieras, siempre con la necesidad de refinanciamiento el año 2016, pero entendiendo que se operaría con flujos más ajustados.

*“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.”*

<sup>12</sup> Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

<sup>13</sup> El FCLP es una estimación y aproximación de Humphreys del flujo de caja de una empresa antes del pago de dividendos y de inversiones; por lo tanto, considera el pago de intereses e impuestos.

## Anexo 1: Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Red Salud** son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	21/12/2011 – N°697	21/12/2011 – N° 698
Monto máximo <sup>14</sup>	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento o pesos nominales	Unidades de fomento o pesos nominales
Plazo vencimiento	10 años	30 años

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Diciembre 2012
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,11 veces
EBITDA/Gastos financieros netos (Últimos doce meses)	Hasta el 31/12/2012 Superior a 2,5 veces Desde el 31/03/2013 Superior a 3,0 veces	3,16 veces
Activos libres de gravámenes/Saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	3,34 veces

<sup>14</sup> En ningún momento el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas podrá exceder el monto máximo de UF 2.000.000.