



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Elisa Villalobos H.  
Tel. (56-2) 2433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

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

**Abril 2014**

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 Tendencia	A Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2013

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

Red Salud: Estado de resultados consolidado IFRS				
M\$ de cada año	2010	2011	2012	2013
Ingresos totales	107.113.939	134.476.806	163.810.635	192.425.985
Costo de ventas	-78.163.893	-105.363.366	-128.485.644	-150.597.476
<b>Margen bruto</b>	<b>28.950.046</b>	<b>29.113.440</b>	<b>35.324.991</b>	<b>41.828.509</b>
Gastos de administración y otras ganancias	-20.162.371	-23.422.101	-26.140.375	-28.623.594
<b>Resultado operacional</b>	<b>8.305.009</b>	<b>4.757.940</b>	<b>9.184.616</b>	<b>13.204.915</b>
Costos financieros	-1.354.523	-3.630.457	-7.044.496	-7.024.114
Utilidad del ejercicio	6.967.722	1.341.814	2.824.486	4.769.615
Ebitda <sup>1</sup>	12.462.833	11.197.976	15.916.040	21.516.362

Red Salud: Balance general consolidado IFRS				
M\$ de cada año	2010	2011	2012	2013
Activos corrientes	40.424.836	47.176.749	77.300.283	67.980.396
Activos no corrientes	176.309.344	199.650.167	212.956.243	231.255.701
<b>Total activos</b>	<b>216.734.180</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>	<b>299.236.097</b>
Pasivos corrientes	44.006.620	45.733.201	47.666.735	56.022.334
Pasivos no corrientes	71.367.517	87.249.711	126.888.638	126.234.460
<b>Pasivos totales</b>	<b>115.374.137</b>	<b>132.982.912</b>	<b>174.555.373</b>	<b>182.256.794</b>
Patrimonio	101.360.043	113.844.004	115.701.153	116.979.303
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>216.734.180</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>	<b>299.236.097</b>
Deuda financiera	75.416.243	90.083.176	126.316.852	121.127.469

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

## 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 17 clínicas y de 33 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 2013, **Red Salud** generó ingresos por \$192.426 millones (US\$ 366,8 millones<sup>2</sup>) y un EBITDA de \$21.516 millones (US\$ 41 millones). Al cierre del ejercicio 2013, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$121.127 millones (US\$ 230,9 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 116.979 millones (US\$ 223 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, siendo un actor relevante en el negocio de seguros de salud (isapres), lo que le permite conocer este sector.

---

<sup>2</sup>Tipo de cambio utilizado \$524,61/US\$ al 31/12/2013.

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, que inauguró sus ampliadas instalaciones a fines de 2010, 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 alcance 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>3</sup> y que, tanto en el caso de Tabancura, representan incrementos de la capacidad operativa de instalaciones ya existentes. Por lo demás, los resultados financieros de las clínicas Bicentenario y Avansalud ya muestran una clara tendencia al alza.

---

<sup>3</sup> Inversiones orientadas a una demanda que, desde una perspectiva socio-económica y geográfica, ya es atendida por el emisor.

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, el 53,1% de los pasivos financieros comienzan a amortizar 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, en descenso 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 2013

Durante 2013, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 192.425 millones, lo que representó un crecimiento de 17,5% respecto a igual período del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$150.597 millones, implicando un incremento de 17,21% respecto al cierre de 2012, que se explica por el aumento en un 15,65% de las participaciones médicas (proporción de las prestaciones que les corresponde a los médicos) y por un mayor gasto en personal, el que se incrementó en 11,05%. 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 \$ 28.623 millones durante 2013, lo que significó un aumento de 9,5% respecto al periodo 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 menor incremento en el nivel de gastos en relación con el aumento de los ingresos llevó que la relación entre ambos disminuyese desde 15,96% a 14,88% en el período analizado.

Con todo, el resultado operacional del período ascendió a \$13.205 millones, lo que representó un aumento de 43,77% respecto al año anterior.

En tanto, el EBITDA de la compañía alcanzó un monto de \$21.516 millones en este período, un 35,19% superior a los \$15.916 millones alcanzados en 2012.

El resultado no operacional alcanzó un valor negativo de \$7.176 millones, un 22,37% superior a lo alcanzado en 2012, cuando se registró una pérdida de \$5.864 millones, que se debe por un menor nivel de ingresos financieros por \$861 millones además de las mayores pérdidas registradas por la Administradora de Clínicas Regionales Dos que presentaron pérdidas por \$ 870 millones frente a la pérdida de 2012 que fue de \$ 145 millones.

El resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 4.770 millones, un 68,87% superior a lo registrado a fines de 2012, cuando alcanzó \$ 2.824 millones.

Los activos totales, por su parte, presentaron un aumento de 3,1%, pasando de \$290.256 millones en 2012 a \$299.236 millones en 2013. Por su parte, los activos corrientes disminuyeron un 12,1% respecto a 2012, principalmente por la disminución en el efectivo y sus equivalentes en 48,8%, pasando de \$ 29.122 millones en 2012 a \$ 14.901 millones en 2013, principalmente por remesas al

contrato mercantil con Clínica Bicentenario e Inmobiliaria Clínica. Además, **Red Salud** realizó aportes a las Administradoras de Clínicas Regionales Uno y Dos por \$ 10.261 millones. Los activos no corrientes aumentaron un 8,6% en el período, totalizando \$231.256 millones. Esta alza se debe al aumento de los activos inmobiliarios y de equipamiento de las Clínicas Avansalud, Bicentenario e Inmobiliaria Clínica, además del aumento en las inversiones en asociadas debido al aumento de capital realizado a la Administradora de Clínicas Regionales Dos.

En tanto, el pasivo exigible de la compañía alcanzó \$ 182.257 millones con un aumento de 4,41%. Los pasivos corrientes aumentaron 17,53% con respecto a igual período del año anterior, lo que se debe al aumento en las cuentas por pagar a entidades relacionadas a raíz de la celebración del contrato mercantil entre Red Salud e ILC, las que pasaron desde los \$98 millones, en 2012, a los \$5.482 millones en 2013. Los pasivos no corrientes disminuyeron un 0,52% que se explica por el pago de leasing por parte de las subsidiarias de Empresas Red Salud. El patrimonio de la compañía alcanzó los \$116.979 millones en 2013, un 1,1% superior a 2012.

### Eventos recientes

En marzo de 2013, se aprobó la fusión entre Administradora Clínicas Regionales S.A. y Administradora de Clínicas Regionales Dos, siendo esta última quien absorbe a la anterior, adquiriendo todos sus activos y pasivos, sucediéndola en todos sus derechos y obligaciones.

Así, Administradora Clínicas Regionales Dos incorpora la totalidad del patrimonio de Administradora de Clínicas Regionales.

El 11 de octubre de 2013, Red Salud compró a Inversiones Dial S.A. el 10% de las acciones emitidas por Administradora de Clínicas Regionales Dos S.A, por un total de \$ 8.500 millones. De este modo, Red Salud alcanzará el 50% del total de las acciones emitidas por dicha sociedad.

## 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

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## 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 14,3 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 1.293 camas y 1.045 boxes de consulta médicas a fines de 2013.

**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 7,5%<sup>4</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\$ 1.568, mucho menor en comparación al de los países OCDE que superan los US\$ 3.339). 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>5</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, 33 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>4</sup> Base de datos de la OCDE sobre la salud 2013. Datos a 2011.

<sup>5</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>6</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 5,6 veces el EBITDA de 2013. Con todo, de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, este *ratio* debiera disminuir fuerte y persistentemente en los próximos años. De hecho, este *ratio* fue de 7,9 veces en 2012. Cabe destacar que dos inversiones recientes, Clínica Avansalud, cuyo proceso de ampliación finalizó en 2010, y Bicentenario ya muestran su tendencia favorable en términos de flujos; por su parte el proyecto de la clínica Tabancura consiste en 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 (44%), Clínica Bicentenario (19%), Clínica Tabancura (17%), y Clínica Avansalud (16%), 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 existencia 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 33 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, el 71,53% de los ingresos de **Red Salud** provienen de Fonasa (21,66%) y de dos isapres nacionales (Consalud 41,43% y Cruz Blanca 8,44%), 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

<sup>6</sup> Activos fijos totales menos los activos en *leasing* y activos en garantía.

importancia la flexibilidad financiera con la que cuenten los distintos prestadores para sortear un eventual *shock* negativo. También se reconoce que las isapres son entidades reguladas y dentro de las regulaciones se incluye la necesidad de generar reservas para el pago de sus obligaciones.

**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 2013, 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. Dos, a través de las cuales tiene presencia en doce instituciones de salud de regiones.

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

### Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2013, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Juan Enrique Alberto Etchegaray Aubry	Presidente
Juan Ignacio Silva Alcalde	Vicepresidente
Andres Sanfuentes Vergara	Director
Carlos Orfali Bejer	Director
Kurt Eduardo Reichhard Barends	Director
Lorenzo Constans Gorri	Director
Enrique Loeser Bravo	Director
Gustavo Benjamín Vicuña Molina	Director

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

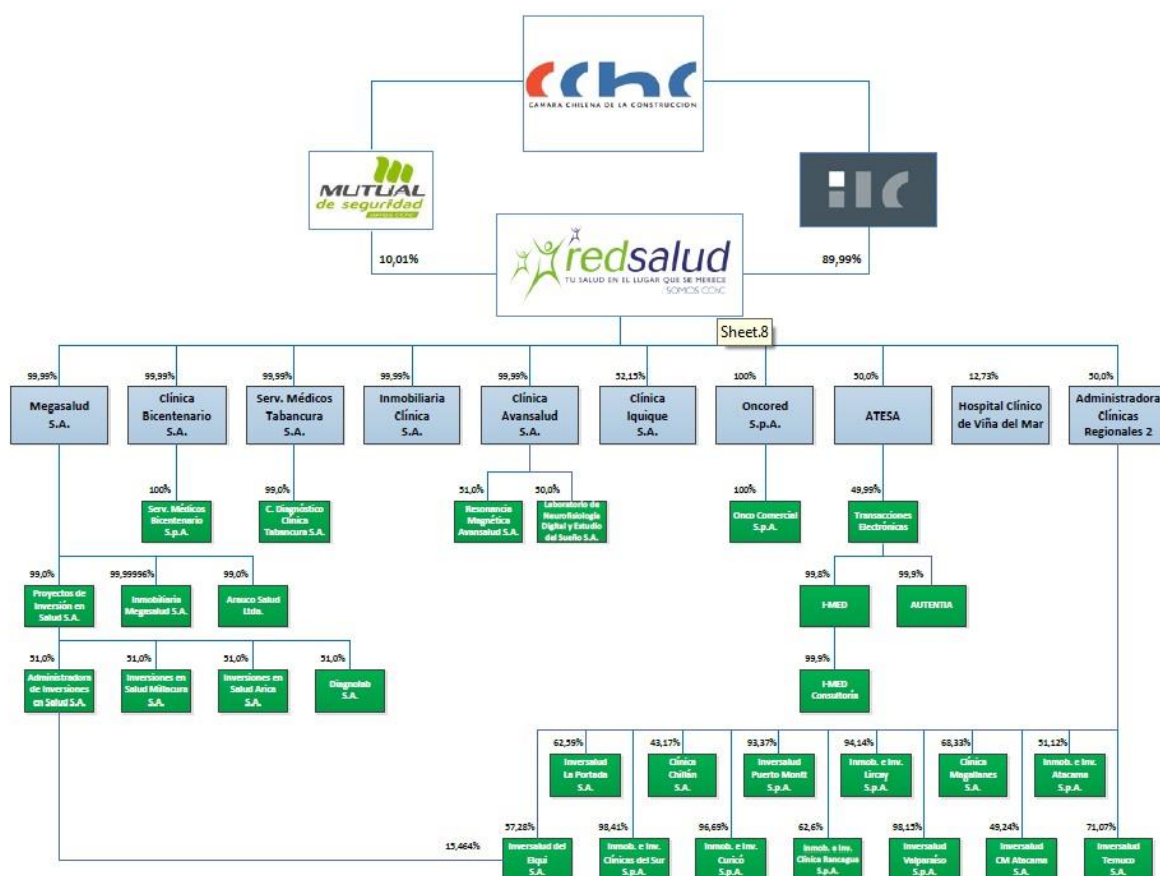
Nombre	Cargo
Ricardo Silva Mena	Gerente General
Jorge Antonio Martinez Alfaro	Gerente Adm. y Finanzas
Nora Terry	Gerente de Planificación
Juan Pablo Undurraga Costa	Gerente de Desarrollo
Cristián Merardo Cartes Muñoz	Subgerente de Control de Gestión
Jovita Victoria Fabre Muñoz	Gerente Médico

### Accionistas

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

Sociedad	Nº de acciones	% de la propiedad
Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A.	2.284.600.000	89,99%
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.

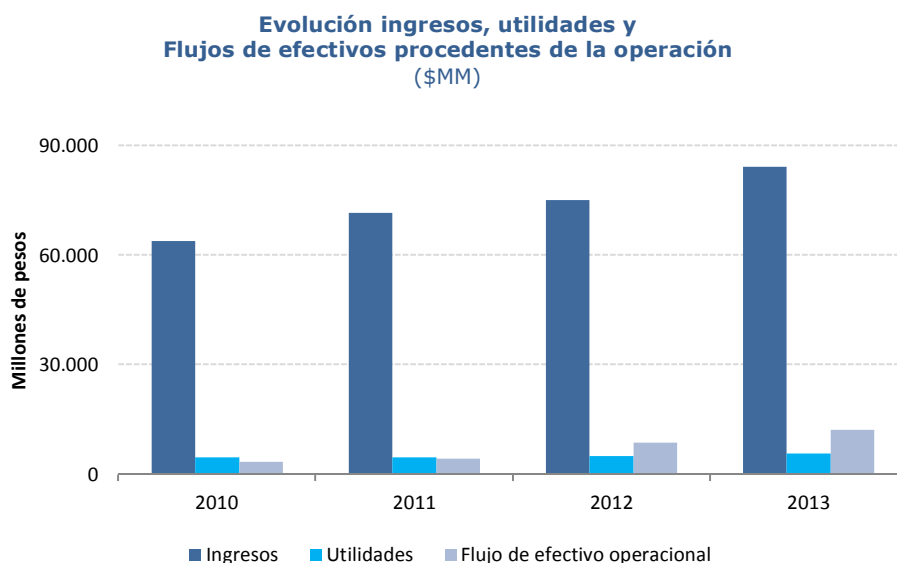
## Megasalud S.A.

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 33 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con cerca de 2.500 profesionales y técnicos, produciendo en 2013 sobre 1,97 millones de consultas médicas a nivel nacional, frente a las 1,90 millones de 2012. Así, Megasalud realiza

7.745.729 de prestaciones<sup>7</sup> de salud en el año en las que se incluye 1,8 millones atenciones dentales, las consultas médicas mencionadas anteriormente, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

### Situación financiera

A diciembre de 2013 Megasalud obtuvo ingresos por \$ 84.320 millones y utilidades por \$ 5.658 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación:



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

<sup>7</sup> Prestaciones: consultas médicas, exámenes de diagnóstico, procedimientos, prestaciones dentales, pabellones de baja complejidad y kinesiológicas.



## 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:

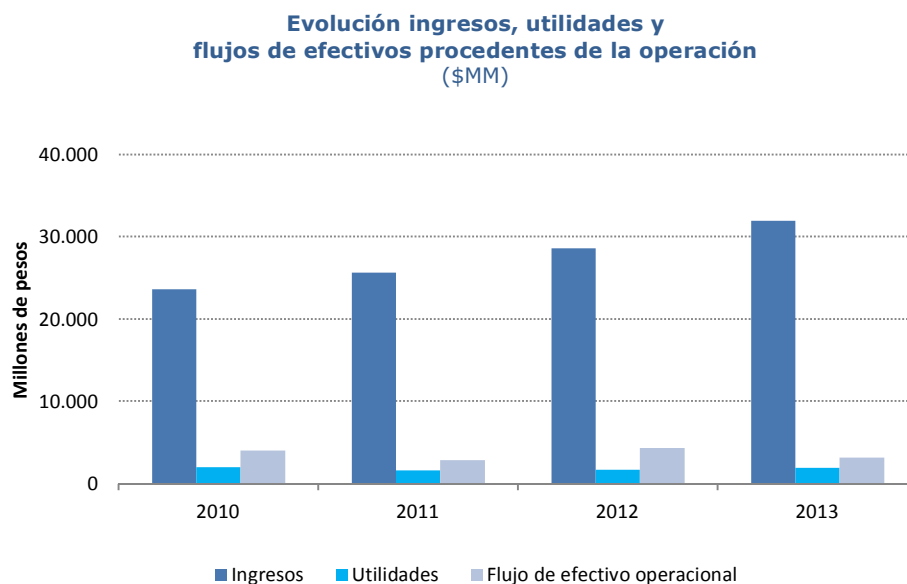
	Actual	Ampliación	Total
Nº de Camas	128	110	238
Nº de Pabellones	8	5	13
Nº de Box consultas médicas	39	34	73

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 2013 tuvo una ocupación de 73,8%, menor a la de 2012 que alcanzó el 74,1%. La clínica realizó 648.396 prestaciones, que incluyen atenciones

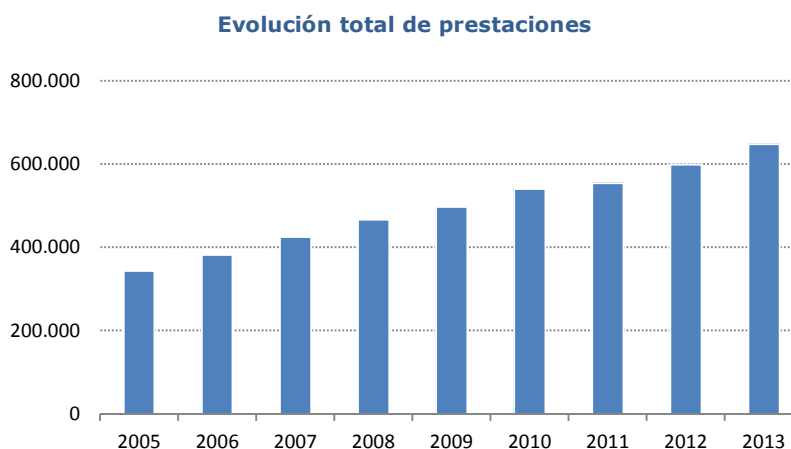
médicas, exámenes de laboratorio, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

### Situación financiera de Clínica Tabancura

A diciembre de 2013, Clínica Tabancura sumó ingresos por \$ 31.949 millones y utilidades por \$ 1.953 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 Bicentenario S.A.**

Clínica Bicentenario fue inaugurada el primer trimestre de 2011, y es uno de los prestadores 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 235 camas, 12 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 38 boxes de consultas médicas de especialidades, 15 boxes de servicio de urgencia de adultos, pediátricas y gineco-obstétrico y servicios de apoyo como radiología y laboratorio clínico.

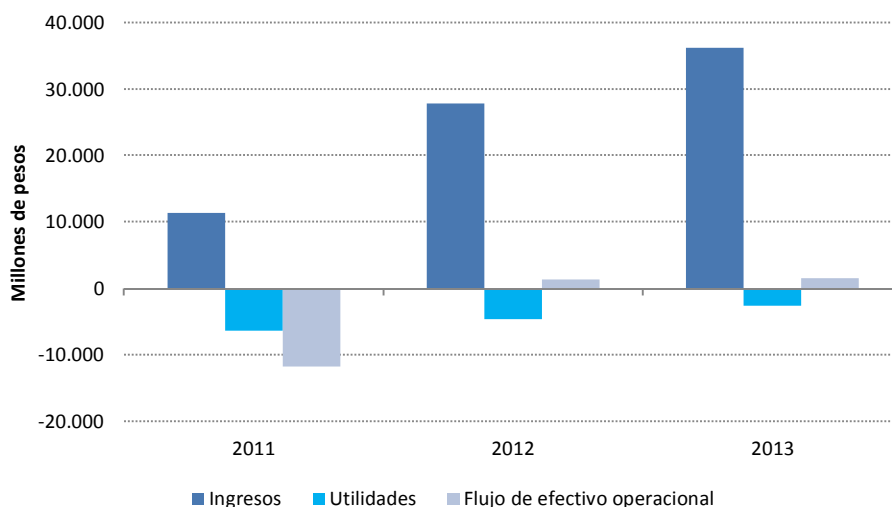
A fines de 2013 se terminaron obras para cinco nuevos pabellones de gineco-obstetricia y dos salas de parto integral. Durante 2013, la clínica tuvo un 68% de ocupación de sus camas, realizando más de 1.055.923 prestaciones, que incluyen atenciones médicas, exámenes de laboratorio, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

### **Situación financiera de Clínica Bicentenario**

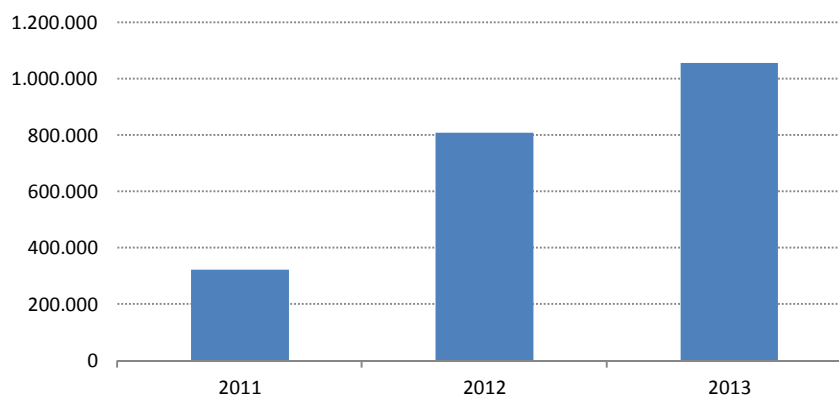
Clínica Bicentenario, a diciembre de 2013, obtuvo ingresos por \$ 36.204 millones, Ebitda por \$2.017 millones y una pérdida de \$ 2.575 millones, lo que significa una importante mejora de sus resultados en su tercer año de operación (en el periodo anterior obtuvo ingresos por \$ 27.869 millones, un Ebitda negativo por \$634 millones y una pérdida de \$ 4.641 millones). Su nivel de activos no corrientes asciende a \$ 61.899 millones, un 64,8% 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.



**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
(\$MM)



**Evolución total de prestaciones**

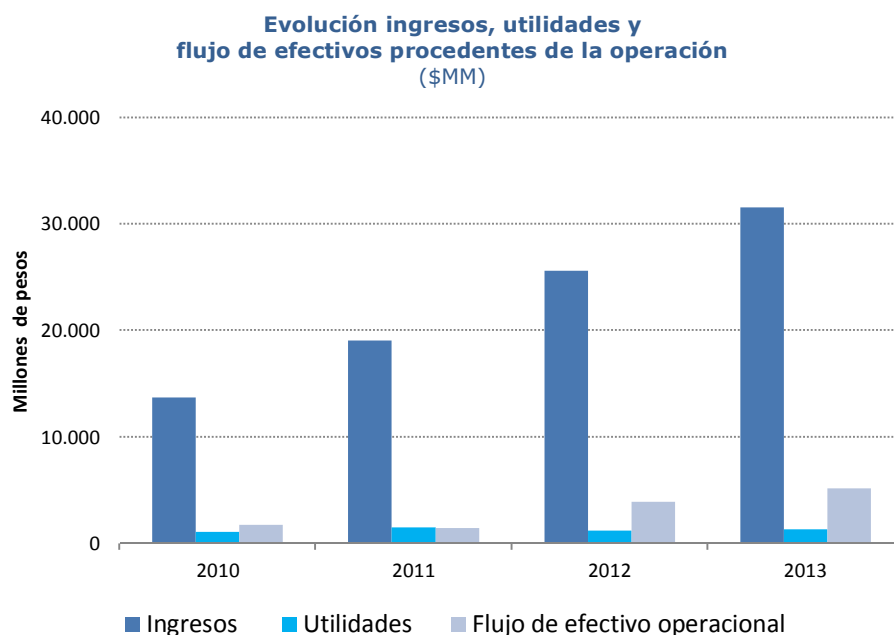


## Clínica Avansalud S.A.

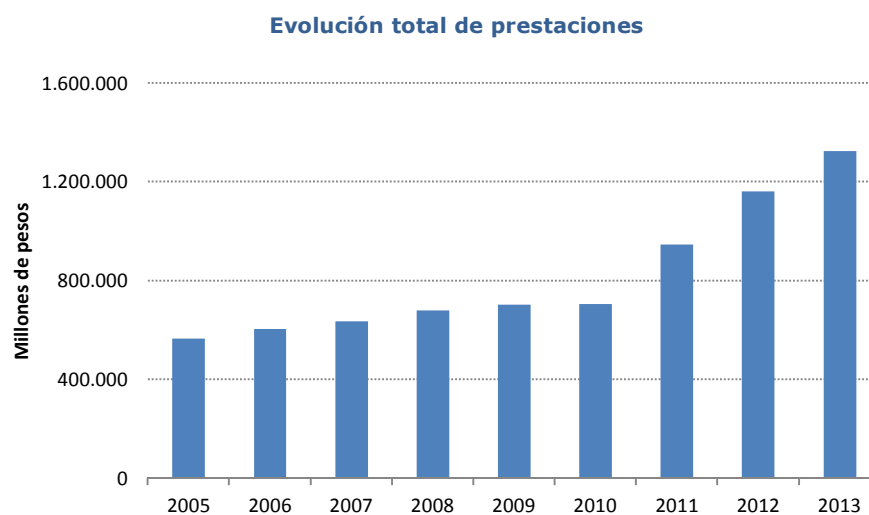
La Clínica Avansalud fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. Durante 2010 la clínica fue ampliada y remodelada, triplicando su superficie construida. Actualmente tiene un *staff* de 325 médicos, una infraestructura de 30.686 m<sup>2</sup>, 103 camas, 81 boxes (para consultas médicas y urgencias), 32 salas de procedimientos y 14 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud. Durante el último período, la clínica ha tenido un aumento significativo de su actividad medido por la ocupación de sus camas, pasando de un 48% en 2011; a un 60,9% en 2012 y un 67,3% en 2013.

## Situación financiera de Clínica Avansalud

A diciembre de 2013, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$ 31.565 millones y utilidades por \$ 1.328 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:



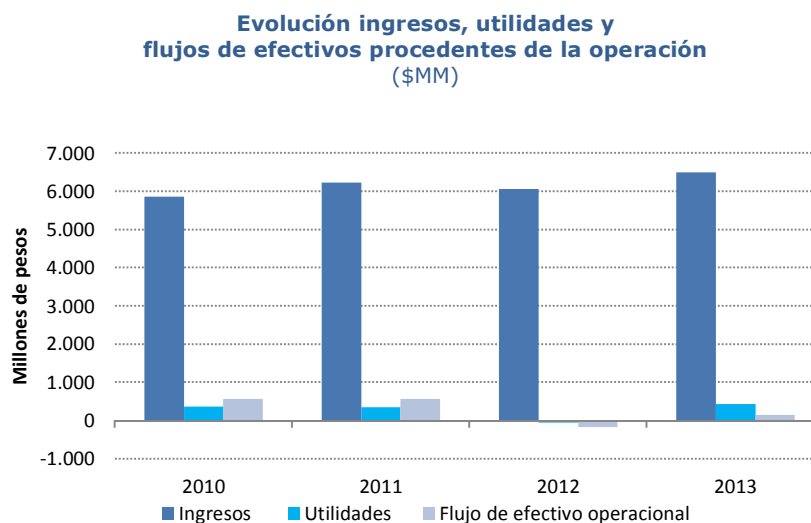
## Clínica Iquique S.A.

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 130 médicos, diez boxes de urgencia, cinco pabellones generales, un pabellón para tratamientos gineco-obstétricos y una sala de procedimientos de urgencia.

Durante 2013 la ocupación en esta clínica alcanzó el 51,8% y el número de prestaciones cerró en 228.944.

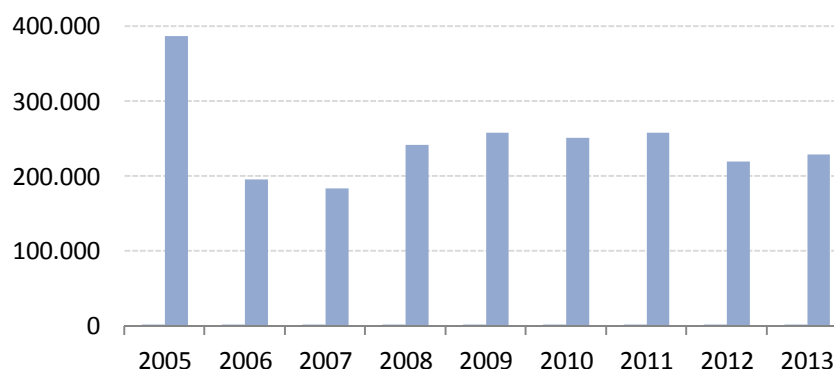
### Situación financiera de Clínica Iquique

A diciembre de 2013, Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 6.499 millones y utilidades por \$439,7 millones, revirtiendo así las pérdidas que obtuvo en 2012, por \$54 millones, producto de la huelga de trabajadores ocurrida en agosto de ese año. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



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

### Evolución total de prestaciones



### 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 cérvico-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 2013, Oncored tuvo ingresos por \$ 1.888 millones y utilidades por \$ 123 millones, superior a los ingresos de 2012 iguales a \$ 613 millones, y a la pérdida obtenida por \$18,1 millones, producto de los gastos de operación y la puesta en marcha de la sociedad.

### Administradora de Clínicas Regionales Dos

En marzo de 2013, se aprobó la fusión entre Administradora Clínicas Regionales S.A. y Administradora de Clínicas Regionales Dos, siendo esta última quien absorbe a la anterior, adquiriendo todos sus activos y pasivos, sucediéndola en todos sus derechos y obligaciones.

Así, Administradora Clínicas Regionales Dos incorpora la totalidad del patrimonio de Administradora de Clínicas Regionales.

El objetivo de las Administradoras de Clínicas Regionales Dos, actualmente con 13 operaciones, 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** la Asociación Chilena de Seguridad y la Mutual de Seguridad de la CChC.

Durante 2013, el conjunto de clínicas obtuvieron un resultado negativo por \$870 millones, en comparación a las pérdidas del año anterior que ascendieron a \$ 145 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 2013 de \$ 2.402 millones, un 16% superior a 2012. **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 prestaciones totalizaron 264.958 en 2013 fueron un 13,11% superior a los registrados en 2012. El hospital realizó 4.951 intervenciones quirúrgicas, además de 2.215 nacimientos. Llevo a cabo 31.061 consultas médicas, 164.624 exámenes de laboratorio, 26.829 exámenes de imagenología, 9.182 procedimientos y 22.431 consultas de urgencia. Este incremento en las actividades del hospital ha provocado que los resultados a diciembre de 2013 fueran de \$ 1.741 millones, superiores a las utilidades por \$ 995 millones registrada en 2012.

## **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**.

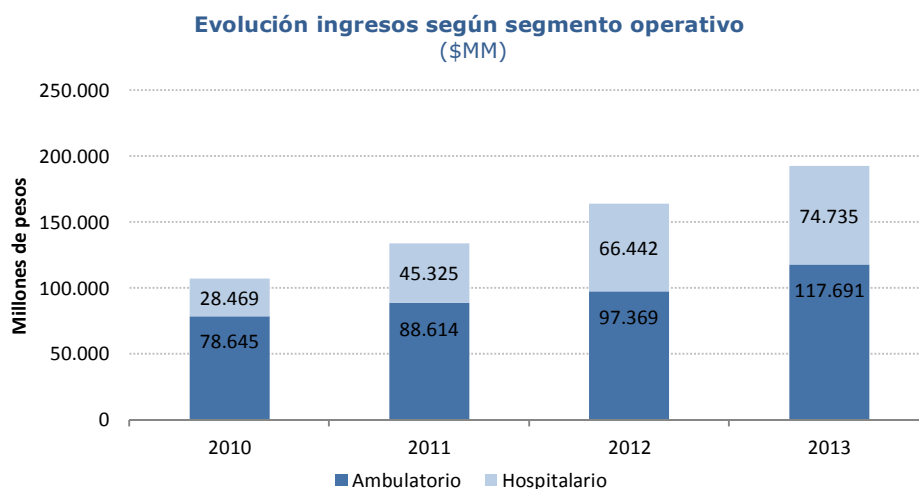
## Análisis financiero

### Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2013, los ingresos consolidados de **Red Salud** alcanzaron los \$ 192.426 millones, lo que significó un aumento de 17,5%, respecto a 2012. Los principales aportes a estas alzas están explicados por el incremento en los ingresos (ponderados por su participación relativa en las ventas) de Megasalud en 5,7%, Clínica Bicentenario en 5,1% y Clínica Avansalud en 3,6%.

Por un lado el área ambulatoria –compuesto por Megasalud y por las operaciones ambulatorias de los centros médicos de las clínicas que controla **Red Salud**– reportó ingresos por \$117.691 millones, un 20,87% superior a los obtenidos en 2012. Mientras que el segmento hospitalario –compuesto por Clínica Bicentenario, Tabancura, Avansalud, Arauco Salud y Clínica Iquique– reportó ingresos \$ 74.735 millones, un 12,48% superior a 2012. Por su parte, el EBITDA de la compañía se incrementó en 35,19% 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 43,77% durante 2013.

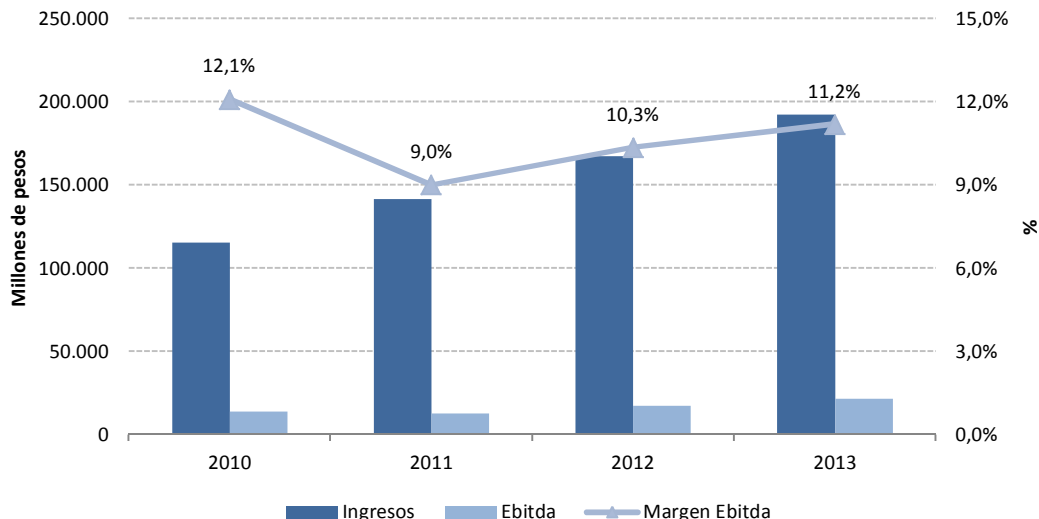
En el siguiente gráfico se muestra los cambios que han presentado los ingresos por segmento:



El margen Ebitda fue de 11,2% superior a los obtenidos en 2012, igual a 10,3%, producto del aumento en las ventas, antes mencionado, y a una leve mejora en los costos de venta los que representan el 78,26% de los ingresos en 2013, mientras que en 2012 eran de 78,44%.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de los ingresos y Ebitda:

### Evolución ingresos, Ebitda y Margen Ebitda



### Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** disminuyó 4,11% durante 2013, alcanzando \$ 121.127 millones (\$ 126.317 millones en 2012). Lo anterior se debió, principalmente, a las disminuciones de obligaciones con leasing de las distintas subsidiarias de **Red Salud**.

El 23,68% de la deuda financiera, corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 38,15% a arrendamientos financieros y el 38,17% restante a deuda por emisión de bonos.

La deuda financiera consolidada de la empresa a fines de 2013 se reparte en un 32,7% a Clínica Bicentenario (para la implementación de su edificio clínico), 12,9% a Clínica Avansalud, 9,3% a Red Megasalud, 5,3% a Clínica Tabancura, 1,6% a Clínica Iquique y 38,2% a la matriz.

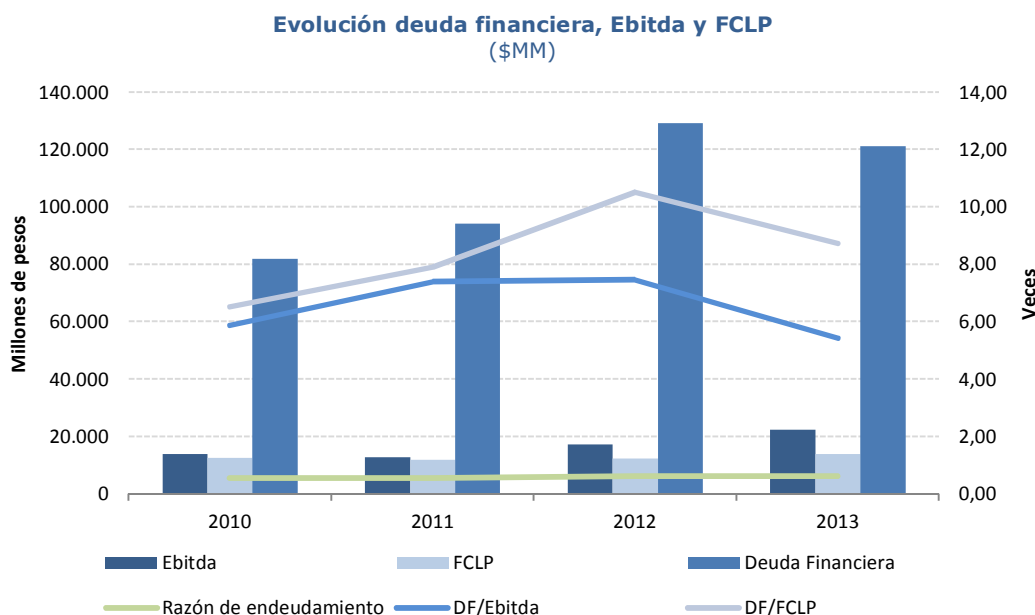
La razón de endeudamiento –medida como pasivo exigible sobre patrimonio<sup>8</sup>–aumentó desde 1,51 veces en 2012, a 1,56 durante 2013, lo que se debe principalmente por el incremento de la porción corriente de las cuentas por pagar a entidades relacionadas. Lo anterior es por la celebración de un contrato mercantil entre **Red Salud** e ILC.

Además, se observa una mayor generación anual de EBITDA de 38,18% producto del mayor resultado operacional de la compañía, por lo mismo, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA disminuyó desde 7,9 veces a 5,6 en el período. Por otra parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja

<sup>8</sup> Medidas en términos consolidados.

de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>9</sup>) cayó a 8,7 veces a 2013, mientras que en 2012 fue de 10,5 veces.

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

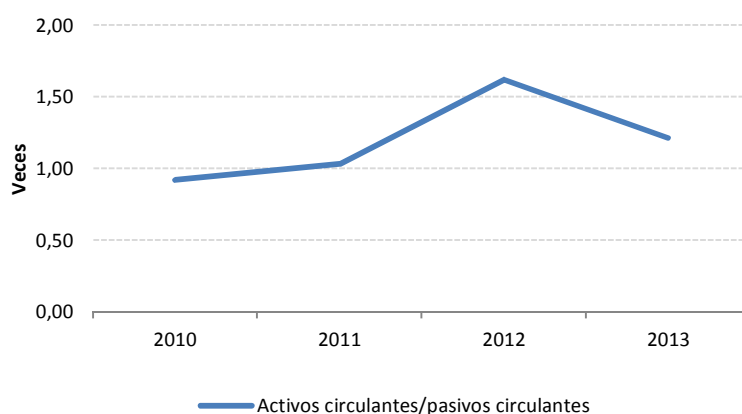


La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) disminuyó a 1,21 veces en 2013 (1,62 veces en 2012). Esta disminución se explica principalmente por un incremento de 14,81% en el pasivo corriente, frente a un activo corriente que sólo aumentó en 6,08%. El aumento en las cuentas por pagar a empresas relacionadas de corto plazo produjo esta disminución en la relación. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la liquidez:

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



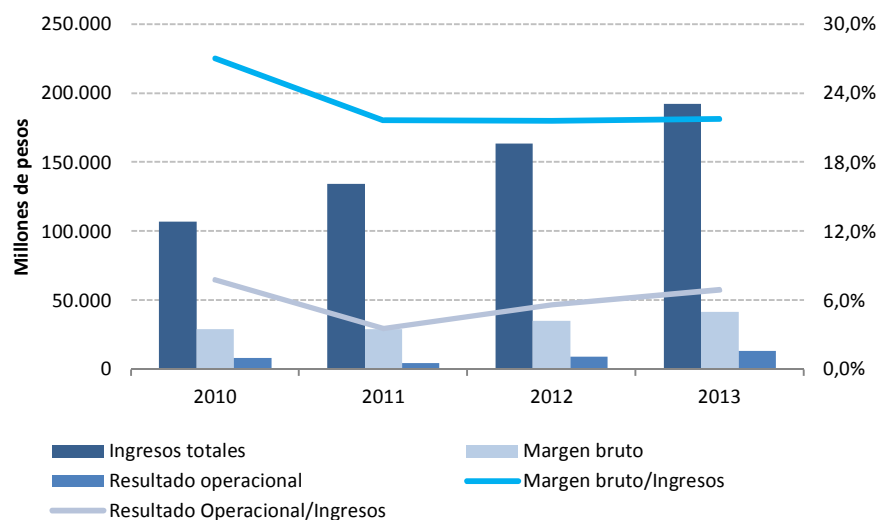
### Evolución del ratio de liquidez



## Evolución de la rentabilidad y eficiencia

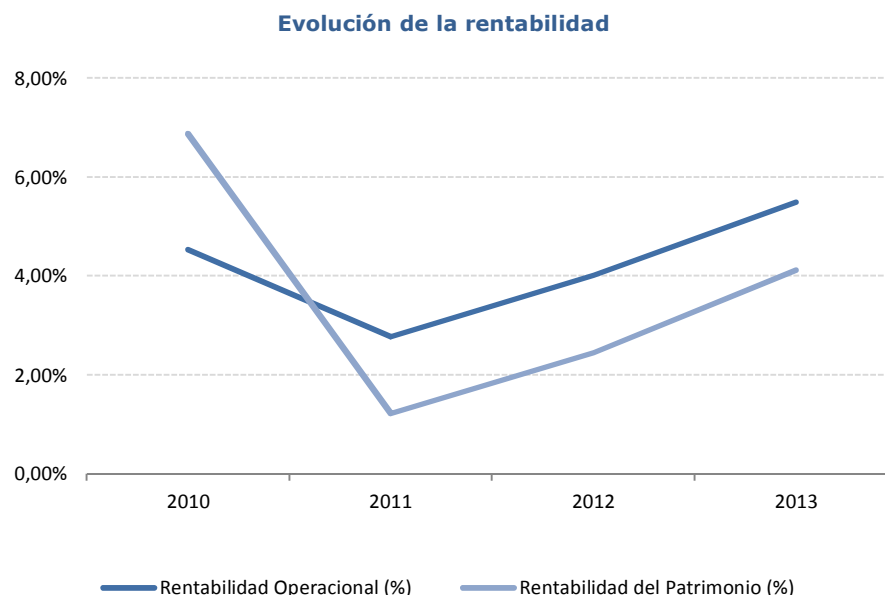
La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración y otras ganancias sobre ingresos, disminuyó desde 15,96% a 14,88% como consecuencia del mayor nivel de ingresos antes descrito. El margen bruto, en tanto, aumentó en una menor proporción, desde un 21,56% a un 21,74% en 2013 como consecuencia de un menor aumento en los costos de venta (17,2%) sobre los ingresos (17,5%).

### Evolución de los márgenes



Por otro lado, tanto la rentabilidad operacional<sup>10</sup>, como la rentabilidad sobre el patrimonio<sup>11</sup> se incrementaron durante 2013. En el primer caso, la rentabilidad operacional aumentó desde 4,02% a 5,49%. La rentabilidad sobre el patrimonio por su parte, se incrementó desde 2,45% a 4,12% en 2013.

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



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

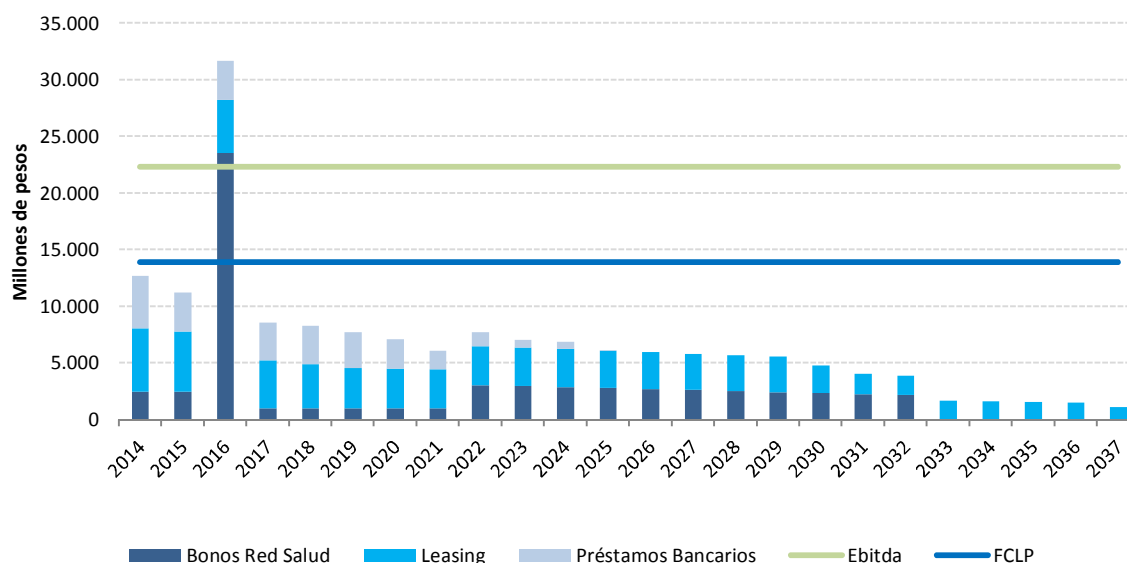
De acuerdo con las proyecciones de la clasificadora –que son más conservadoras que las esperadas por el emisor y que algunos estándares de la industria– el flujo de caja de largo plazo de **Red Salud** (FCLP) es más que adecuado para responder a sus obligaciones financieras, al margen, que en opinión 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).

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

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

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

### Evolución del perfil de pagos (\$MM 2014-2037)



De acuerdo con las estimaciones de flujos de **Humphreys** (que se muestra como FCLP), los elevados excedentes de caja del emisor debieran 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 (de acuerdo al FCLP de 2013), 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.

## Características de las líneas de bonos

Covenants líneas de bonos		
	Límite	31/12/2013
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,04 veces
EBITDA/gastos financieros netos (Últimos doce meses)	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	3,82 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."