



Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Elisa Villalobos H.  
Tel. (56) 22 433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

## Empresas Red Salud S.A.

Abril 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	Diciembre de 2014

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción
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

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos totales	107.113.939	134.476.806	163.810.635	192.425.985	213.002.448
Costo de ventas	-78.163.893	-105.363.366	-128.485.644	-150.597.476	-168.689.305
<b>Margen bruto</b>	<b>28.950.046</b>	<b>29.113.440</b>	<b>35.324.991</b>	<b>41.828.509</b>	<b>44.313.143</b>
Gastos de administración	-20.645.037	-24.355.500	-27.174.951	-29.119.730	-32.342.545
<b>Resultado operacional</b>	<b>8.305.009</b>	<b>4.757.940</b>	<b>8.150.040</b>	<b>12.708.779</b>	<b>11.970.598</b>
Costos financieros	-1.354.523	-3.630.457	-7.044.496	-7.024.114	-7.503.882
Utilidad del ejercicio	6.967.722	1.341.814	2.824.486	4.769.615	2.689.528
EBITDA	12.462.833	11.197.976	15.916.040	21.516.362	21.590.176

Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2010	2011	2012	2013	2014
Activos corrientes	40.424.836	47.176.749	77.300.283	63.415.582	64.645.347
Activos no corrientes	176.309.344	199.650.167	212.956.243	219.094.304	242.198.294
<b>Total activos</b>	<b>216.734.180</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>	<b>282.509.886</b>	<b>306.843.641</b>
Pasivos corrientes	44.006.620	45.733.201	47.666.735	56.022.334	76.303.638
Pasivos no corrientes	71.367.517	87.249.711	126.888.638	109.508.250	115.356.065
<b>Pasivos totales</b>	<b>115.374.137</b>	<b>132.982.912</b>	<b>174.555.373</b>	<b>165.530.584</b>	<b>191.659.703</b>
Patrimonio	101.360.043	113.844.004	115.701.153	116.979.303	115.183.938
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>216.734.180</b>	<b>246.826.916</b>	<b>290.256.526</b>	<b>282.509.887</b>	<b>306.843.641</b>
Deuda financiera	75.416.243	90.083.176	126.316.852	121.127.469	145.491.215

## 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 diciembre de 2014, está constituida por una red de 17 clínicas y de 32 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

A fines de 2014, la sociedad e Inmobiliaria Clínicas Regionales informaron el término de la asociación en Administradora Clínicas Regionales Dos S.A. Como resultado de esta división, proceso que concluyó el 30 de abril de 2015, **Red Salud** pasará a ser dueña de Clínica Elqui, Clínica Valparaíso, Clínica Integral (Rancagua), Clínica Mayor (Temuco) y Clínica Magallanes.

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 2014, **Red Salud** generó ingresos por \$213.002 millones (US\$ 351,1 millones<sup>1</sup>) y un EBITDA de \$21.590 millones (US\$ 35,6 millones). Al cierre del ejercicio 2014, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$145.491 millones (US\$ 239,8 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 115.184 millones (US\$ 189,8 millones).

En 2014 la compañía atravesó por una serie de contratiempos que impactaron en la generación de flujos –como es el caso del retraso en un año de la puesta en operación de clínica Tabancura y el rezago en la rentabilización de la operación de la clínica Bicentenario– lo que llevó a proponer a los tenedores de bonos la modificación de uno de sus resguardos financieros. Este corresponde al *covenant* de cobertura de gastos financieros –medido como el cociente entre EBITDA y gastos financieros netos– cuyo límite debe ser superior a 3,0 veces. Si bien la compañía se encuentra en cumplimiento del resguardo, lo cierto es que se prevé que en el actual periodo enfrente situaciones que podrían afectar la capacidad para mantener este ratio. Tras la reunión con los tenedores de bonos, celebrada el 31 de marzo de 2015, se redujo el límite a 2,5 veces.

De esta forma, el *covenant* de EBITDA sobre gastos financieros tendrá este menor nivel durante el periodo comprendido entre el 31/03/2015 hasta el 31/12/2015, para luego regresar al límite de 3,0 veces, a contar del 31/03/2016. Además, se incorporó la cláusula transitoria, hasta el 31/12/2015, en la cual **Red Salud** se compromete a no tomar nueva deuda financiera con fines distintos de aquellos propios de las operaciones de sus actuales proyectos en desarrollo. A su vez, la compañía se comprometió a pagar por una sola vez a los tenedores de bonos una comisión equivalente a 0,30% del saldo insoluto del capital de los bonos.

<sup>1</sup>Tipo de cambio utilizado \$606,75/US\$ al 31/12/2014.

Cabe señalar que la situación antes descrita, en lo referente al atraso de las obras y maduración de nuevos centros, siempre fue identificada por **Humphreys** como uno de los riesgos del emisor, en particular dada la envergadura de su plan de inversión. Asimismo, se señalaba que se trata de un riesgo transitorio y susceptible de ser controlado, tal como está sucediendo en los hechos. Dentro de este contexto, en opinión de la clasificadora, se mantienen los aspectos estructurales que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos de **Red Salud**, más allá que algunos flujos esperados tendrán un rezago en relación con lo inicialmente presupuestado. Sin perjuicio de ello, **Humphreys** se mantendrá atento a la evolución de la actividad de Clínica Bicentenario y de la ejecución de las obras en Clínica Tabancura, de manera de constatar que su desarrollo no afectará negativamente la viabilidad del modelo de negocio, tanto en su capacidad para generar flujos en el largo plazo como en los niveles de endeudamiento requeridos.

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.

A su vez, la compañía ha logrado estructurar un financiamiento de largo plazo que se ajusta al perfil de sus inversiones con importantes holguras, salvo para el *bullet* de 2016 (altamente refinanciable). En el perfil de vencimiento, el Flujo de Caja de Largo Plazo de 2014 (FCLP)<sup>2</sup> soporta caídas de hasta un 59% y aun así la empresa es capaz de enfrentar los pagos anuales que debe realizar. En síntesis, cerca del 52% de los pasivos financieros comienzan a amortizar a partir del 2017, siendo los elevados excedentes de cajas que se dan a partir de ese año los que explican la alta factibilidad de refinanciamiento de la deuda que vence en 2016.

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, (cuya solvencia se ve reflejada en una clasificación en "Categoría AA+") y, por ello, controlada por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

<sup>2</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.

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.

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.

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.
- Pertener 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

- Buen posicionamiento de marcas.
- Dividendos recibidos desde su filial Atesa, que apoyan los flujos de la filial Bicentenario.

### 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).

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

## Hechos relevantes



### Resultados a diciembre de 2014

Durante 2014, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 213.002 millones, lo que representó un crecimiento de 10,7% respecto a igual período del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$168.689 millones, implicando un incremento de 12,0% respecto al cierre de 2013, que se explica por el aumento en la actividad, que provocó un crecimiento en los costos por participaciones médicas (proporción de las prestaciones que les corresponde a los médicos), y por un mayor gasto en personal. La variación 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 clínicas Bicentenario y Avansalud.

El total de gastos de administración sumó \$ 32.343 millones durante 2014, lo que significó un aumento de 11,1% respecto al periodo anterior. Esto se explica principalmente por un alza en la dotación de personal y el reajuste de las remuneraciones de éstos; además la compañía llevó a cabo un gasto en publicidad y comunicaciones más agresivo que en años anteriores.

Con todo lo anterior, el resultado operacional del período ascendió a \$11.971 millones, lo que representó una contracción de 5,8%. El EBITDA de la compañía alcanzó un monto de \$21.590 millones en este período, lo que representa un crecimiento de menor velocidad que en años anteriores, variación de 0,3% respecto de 2013.

El resultado no operacional alcanzó un valor negativo de \$10,2 millones, un 42,7% superior a lo alcanzado en 2013, cuando se registró una pérdida de \$7,2 millones, producto de un menor nivel de ingresos financieros por \$420 millones, además de un aumento significativo del resultado negativo por unidad de reajuste que se vio afectado por la inflación del año.

El resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 2.690 millones, una contracción de 43,3% a lo registrado a fines de 2013, cuando alcanzó utilidades por \$ 4.770 millones.

Los activos totales, por su parte, presentaron un aumento de 8,6%, pasando de \$282.510 millones en 2013 a \$306.844 millones en 2014. Por su parte, los activos corrientes crecieron un 1,9% respecto a 2013, principalmente por un alza en los deudores comerciales y un aumento de los impuestos por recuperar. Los activos no corrientes aumentaron un 10,5% en el período, totalizando \$242.198 millones. Esta alza se debe al aumento de las propiedades, plantas y equipos generados por las obras en construcción y la habilitación de pisos en la clínica y por la compra de equipamiento médico del nuevo centro médico ubicado en Quilicura.

### Eventos recientes

**Red Salud** está proponiendo a los tenedores de bonos la modificación del resguardo referente al ratio de cobertura de gastos financieros netos. El límite de esta restricción es mantener un indicador mayor a 3,0 veces. El incumplimiento se genera cuando en dos trimestres consecutivos no se cumple con el límite. Pese a estar en cumplimientos de este resguardo financiero, la empresa prevé que durante el

presente periodo existirían situaciones que podrían afectar la capacidad para mantener el índice sobre las 3,0 veces. Por ello, la compañía propuso en la junta de tenedores de bonos, celebrada el 31/03/2015 reducir el nivel del *covenant* a 2,5 veces desde el 31/03/2015 hasta el 31/12/2015. La propuesta fue aceptada por los tenedores. De esta manera, a contar del 31/03/2016 el *covenant* regresaría a su límite de 3,0 veces.

Además, se incorporó la cláusula transitoria, hasta el 31/12/2015, en la cual **Red Salud** se compromete a no tomar nueva deuda financiera con fines distintos de aquellos propios de las operaciones de sus actuales proyectos en desarrollo. A su vez, la compañía se comprometió a pagar por una sola vez a los tenedores de bonos una comisión equivalente a 0,30% del saldo insoluto del capital de los bonos.

El 20 de noviembre de 2014 la compañía informó, a través de un hecho esencial, el término de la asociación con Inmobiliaria Clínicas Regionales en la sociedad Administradora de Clínicas Regionales Dos (ACR II). Así, se dividieron las participaciones sociales que mantiene ACR II en las trece clínicas del país. Puesto que las participaciones a asignarse son diferentes, **Red Salud** deberá pagar a Inmobiliaria Clínicas Regionales el monto de \$840.500.000. De esta manera, se acordó dividir la sociedad Administradora de Clínicas Regionales Dos en tres sociedades: i) una continuadora legal que conservará el nombre y la persona jurídica de la sociedad; ii) otras dos sociedades por acciones que se formaron a consecuencia de la división bajo el nombre de "Administradora de Clínicas Regionales Cinco SpA y Administradora de Clínicas Regionales Seis S.p.A.

A Red Salud le corresponderá el total de las siguientes participaciones: Clínica Elqui (La Serena), Clínica Valparaíso (Valparaíso), Clínica Integral (Rancagua), Hospital Clínico Universidad Mayor (Temuco) y Clínica Magallanes (Punta Arenas). Estas participaciones se comenzarán a consolidar en los Estados Financieros de Red Salud en el segundo trimestre de 2015.

## 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 14,6 millones de prestaciones; además, ha presentado un fuerte crecimiento de su capacidad instalada, pasando de tener 385 camas y 906 boxes de consultas médicas en 2008, a 1.357 camas y 1.595 boxes de consulta médica a fines de 2014.

**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 7,3%<sup>4</sup> del PIB, lo que es un porcentaje bajo respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 9,3%. Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo plan Auge, también favorecen el desarrollo del sector. Las cifras históricas avalan esta postura, dado que desde el año 2000 a 2012, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 105%<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+. El patrimonio de la sociedad matriz asciende a \$688.123 millones (US\$ 1.134 millones).

**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. Asimismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado, y con amplia trayectoria (Tabancura, Megasalud y Avansalud). La red representa, aproximadamente, el 19% de las camas perteneciente a las clínicas privadas del país, además lleva a cabo cerca del 7% de las consultas médicas realizadas en el país.

<sup>4</sup> Base de datos de la OCDE sobre la salud 2014. Datos a 2012.

<sup>5</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

**Importancia relativa del activo fijo:** La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de US\$ 183,7 millones propiedades, plantas y equipos libres de garantía susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 1,5 veces la deuda financiera libre de garantía. 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 6,4 veces el EBITDA de 2014 y a 10,9 veces el FCLP. 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 y de 8,0 veces en 2011. 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 (42%), Clínica Bicentenario (20%), Clínica Avansalud (17%) y Clínica Tabancura (15%), 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, el 73,8% de los ingresos de **Red Salud** provienen de tres clientes: Fonasa (20,8%) y de dos isapres nacionales (Consalud 43,7% y Cruz Blanca 9,3%), 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 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 su posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector 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 2014, 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) y Hospital Clínico de Viña del Mar S.A.

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

#### Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2014, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Juan Enrique Alberto Etchegaray Aubry	Presidente
Carlos Orfali Bejer	Director
Víctor Manuel Jarpa Riveros	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:

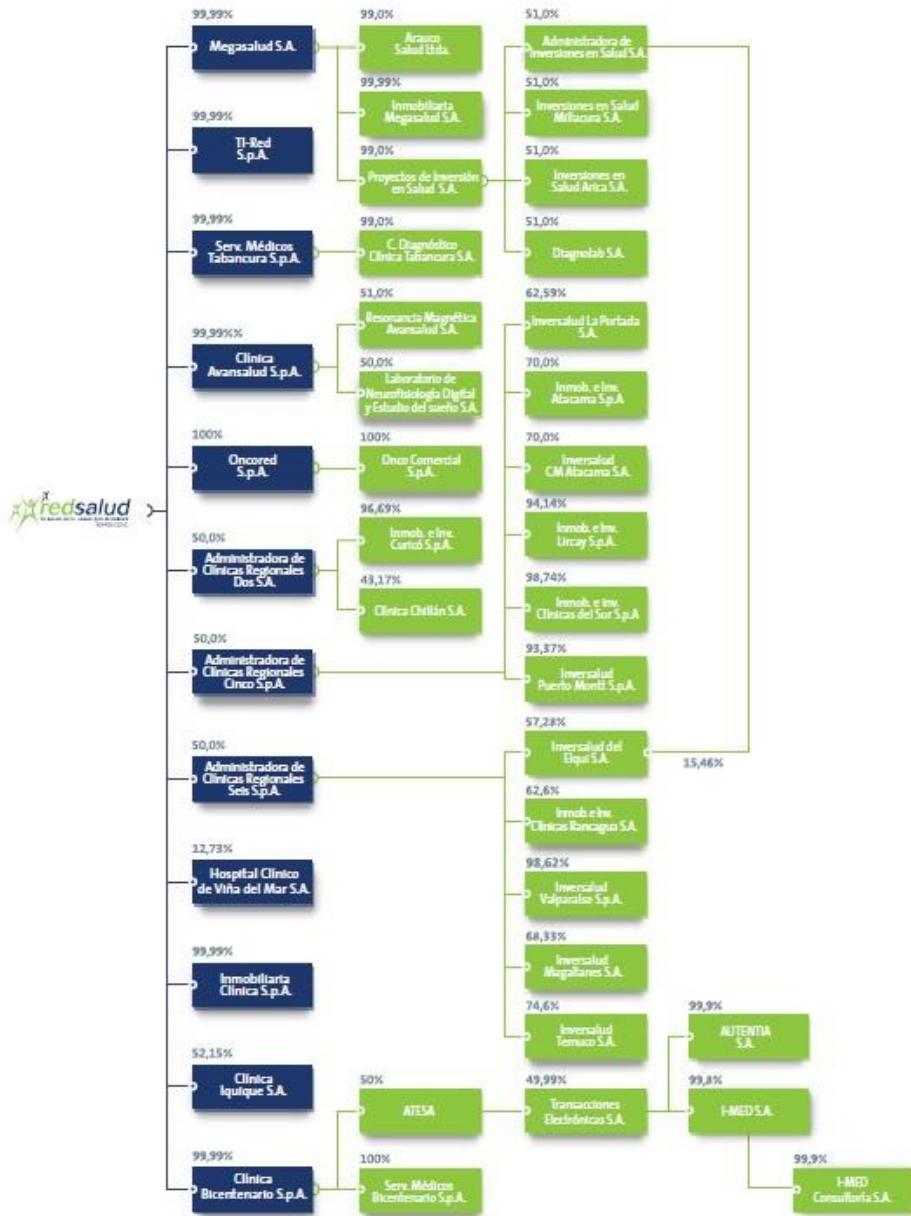
Nombre	Cargo
Ricardo Silva Mena	Gerente General
Leonidas Rosas Torrealba	Gerente Comercial Corporativo
Sergio Soto Avendaño	Gerente Contralor Corporativo
Jorge Antonio Martínez Alfaro	Gerente de Administración y Finanzas
Juan Pablo Undurraga Costa	Gerente de Desarrollo
Nora Terry	Gerente de Planificación
Jovita Victoria Fabre Muñoz	Gerente de Salud
Katherine Aravena Ramírez	Subgerente de Gestión Contable
Valentina Villavicencio Serri	Subgerente de Gestión y Control de Abastecimiento

### Accionistas

Los principales accionistas de **Red Salud** 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 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 en el área de la salud 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.

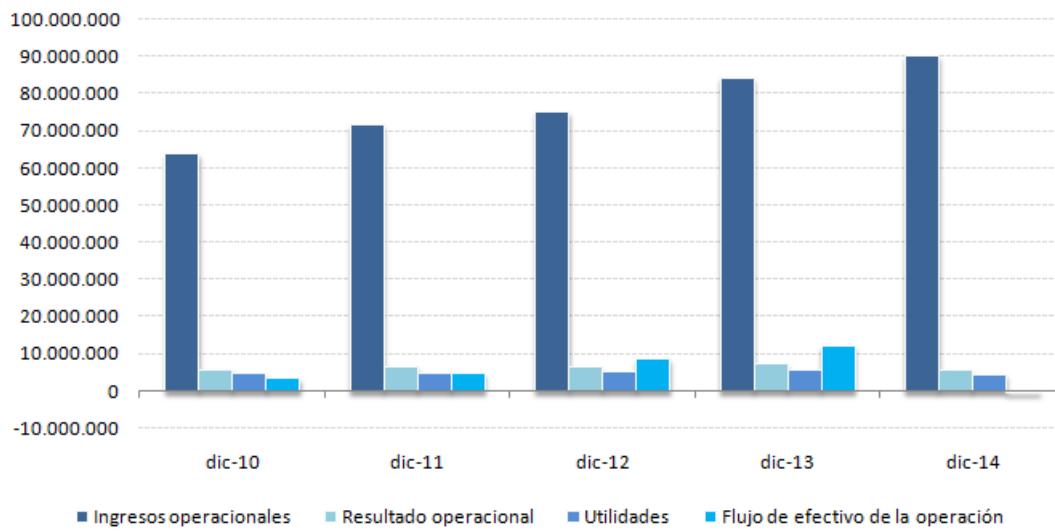
## Megasalud S.A.

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, realizando en 2014 1,93 millones de consultas médicas a nivel nacional, menores a las realizadas en 2013. Así, Megasalud lleva a cabo 7,6 millones de prestaciones<sup>6</sup> de salud en el año en las que se incluye 1,5 millones atenciones dentales, las consultas médicas mencionadas anteriormente, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

### Situación financiera

A diciembre de 2014 Megasalud obtuvo ingresos por \$ 90.232 millones, lo que representa un crecimiento de 7,0% y utilidades por \$ 4.531 millones, las que disminuyeron un 19,9% respecto a 2013. Mientras que el flujo de efectivo de la operación terminó el periodo en terreno negativo con \$189 millones. Lo anterior se debe a que la actividad dental registró una baja en comparación a 2013, además presentó un aumento en el gasto del personal por la incorporación de nuevos beneficios tras la última negociación del convenio colectivo de los trabajadores. En la Ilustración 1 se muestra la evolución de los ingresos, resultado operacional, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación:

**Ilustración 1  
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación  
(\$M)**



<sup>6</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 2014 se continuaron las obras de construcción de una nueva clínica contigua a la actual, que contempla la edificación de un nuevo inmueble de 34.000 m<sup>2</sup> aproximadamente. Si bien el comienzo de la operación estaba planificado para mediados de 2014, la compañía atravesó por una serie de retrasos que pospusieron la puesta en marcha de la clínica, la que debería comenzar a operar durante agosto de 2015.

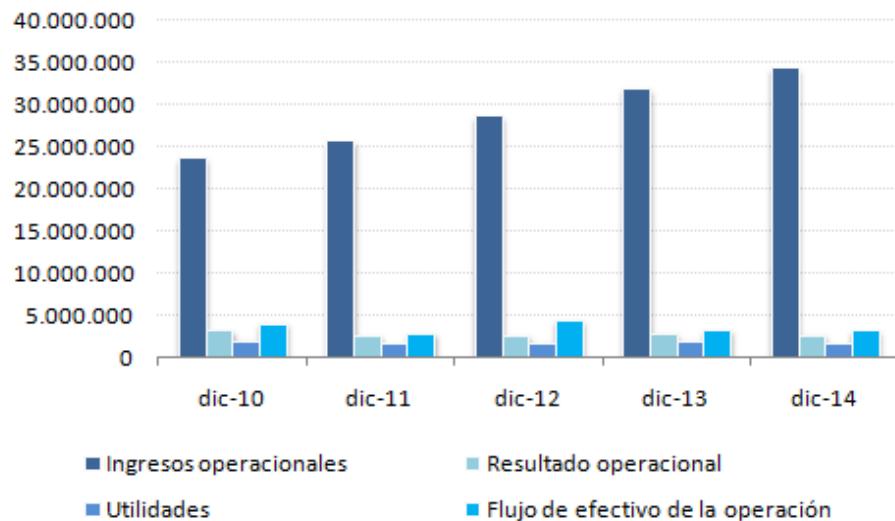
	Actual	Ampliación	Total
Nº de Camas	143	82	225
Nº de Pabellones	7	3	10
Nº de Box consultas médicas	51	6	57

Actualmente, la clínica cuenta con un *staff* de 284 médicos distribuidos en una superficie de 28.514 m<sup>2</sup>. Cuenta con 143 camas, 51 boxes de consultas médicas, 13 boxes de urgencia, 23 salas de procedimientos y siete pabellones entre otros. Durante 2014 tuvo una ocupación de 74,2%, superior a la de 2013 que alcanzó el 74,2%. La clínica realizó cerca de 527 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 2014, Clínica Tabancura sumó ingresos por \$ 34.310 millones, lo que significa un crecimiento de 7,4% respecto de 2013 producto de una mayor actividad en las áreas de imagenología, kinesiología, consultas médicas y mayor número de cirugías. Mientras que el resultado operacional de la clínica cayó en un 7,1% producto de mayores gastos por las participaciones médicas y de personal médico. Las utilidades llegaron a \$ por \$ 1.656 millones, un 15,2% menores a las de 2013. En la Ilustración 2 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

Ilustración 2  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
(\$M)



## 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 238 camas, 17 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 55 boxes de consultas médicas de especialidades, 27 salas de preoperaciones.

Durante 2014 Clínica Bicentenario habilitó el centro médico. Por su parte, la clínica tuvo un 73,6% de ocupación de sus camas, realizando más de 858.124 prestaciones, que incluyen atenciones médicas, exámenes de laboratorio, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

### Situación financiera de Clínica Bicentenario

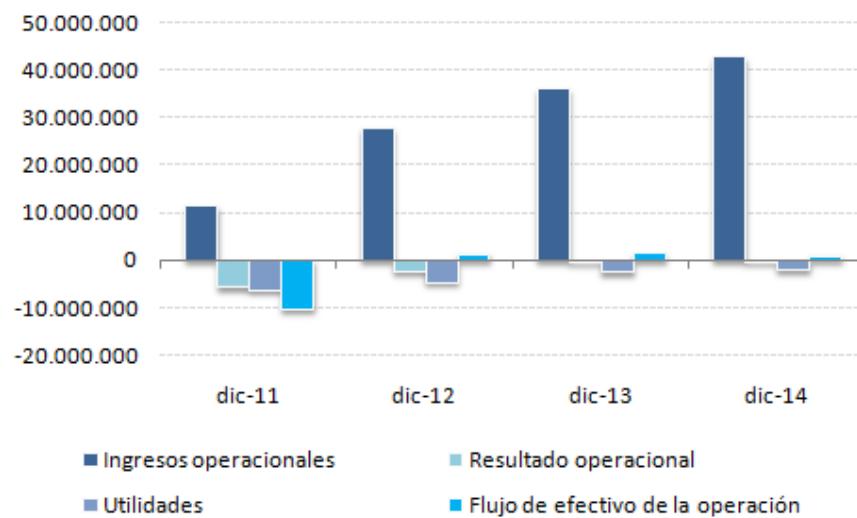
Clínica Bicentenario, a diciembre de 2014, obtuvo ingresos por \$ 42.881 millones, EBITDA por \$2.600 millones y una pérdida de \$ 2.135 millones, lo que significa una importante mejora de sus resultados en su cuarto año de operación (en el periodo anterior obtuvo ingresos por \$ 36.204 millones, un EBITDA \$2.017 millones y una pérdida de \$ 2.575 millones). Su nivel de activos no corrientes asciende a \$ 59.195 millones, de ellos el 81,0% corresponde a propiedades, planta y equipos. Durante este

periodo la compañía modificó la estrategia de bajos precios e incorporó a aseguradores que le permiten mejorar sus ingresos.

Se espera que la clínica mantenga una mejora sostenida de sus resultados en la medida que se consolide en el mercado.

Durante 2014, Atesa S.A. se incorporó como filial de Clínica Bicentenario. Esta empresa 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.).

**Ilustración 3**  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
(\$M)

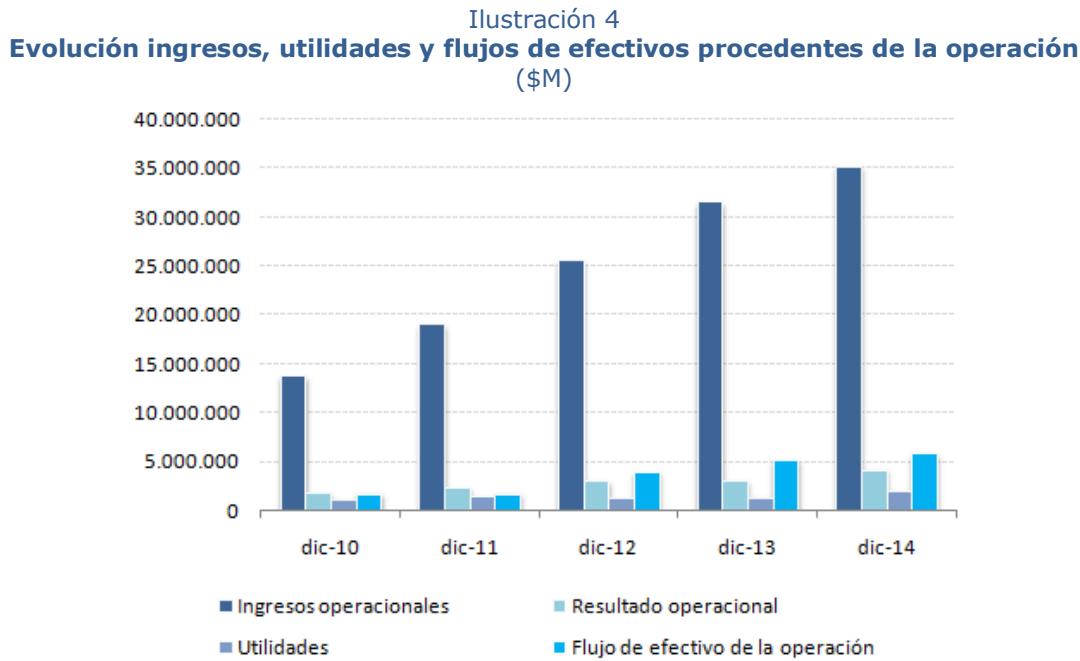


## Clínica Avansalud S.A.

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 30.687 m<sup>2</sup>, 103 camas, 62 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 en su actividad, medido por la ocupación de sus camas, pasando de un 48% en 2011; a un 60,9% en 2012 para finalizar 2014 en un 67,0%.

## Situación financiera de Clínica Avansalud

A diciembre de 2014, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$ 35.216 millones lo que corresponde a un incremento de 11,6% respecto de 2013, debido a un mayor nivel en la actividad general, acompañado por un aumento de la complejidad, en el mismo periodo alcanzó utilidades por \$ 2.034 millones. En la Ilustración 4 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



## Clínica Iquique S.A.

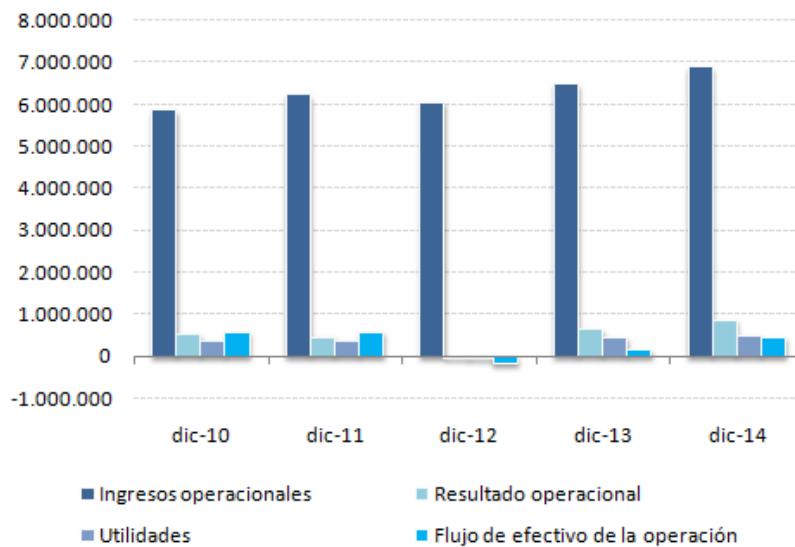
La Clínica Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá, con prestaciones de mediana a alta complejidad, ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 61 camas de hospitalización –siete menos que en 2013 producto de la transformación de dos habitaciones cuádruples en dobles y tres dobles en single- distribuidas en 4.989 m<sup>2</sup> construidos. Cuenta con un *staff* de 130 médicos, 11 boxes de urgencia, cinco pabellones generales, un pabellón para tratamientos gineco-obstétricos y una sala de procedimientos de urgencia.

Durante 2014 la ocupación en esta clínica alcanzó el 56,7% y el número de prestaciones cerró en 234.275.

## Situación financiera de Clínica Iquique

A diciembre de 2014, Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 6.896 millones, un 6,1% superior a 2013, y utilidades por \$484 millones, incrementándose en un 10,0%. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.

**Ilustración 5**  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (\$M)



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 coordinar una red de prestadores que provean los servicios requeridos por los pacientes. 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 2014, Oncored tuvo ingresos por \$ 3.375 millones y utilidades por \$ 355 millones, superior a lo registrado en 2013 en un 78,7% y 188%, respectivamente.

### 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 317.824 en 2014 fueron un 20,0% superior a los registrados en 2013. El hospital realizó 4.956 intervenciones quirúrgicas, además de 2.206 nacimientos. Llevo a cabo 34.062 consultas médicas, 164.970 exámenes de laboratorio, 28.680 exámenes de imagenología, 9.876 procedimientos y 22.258 consultas de urgencia.

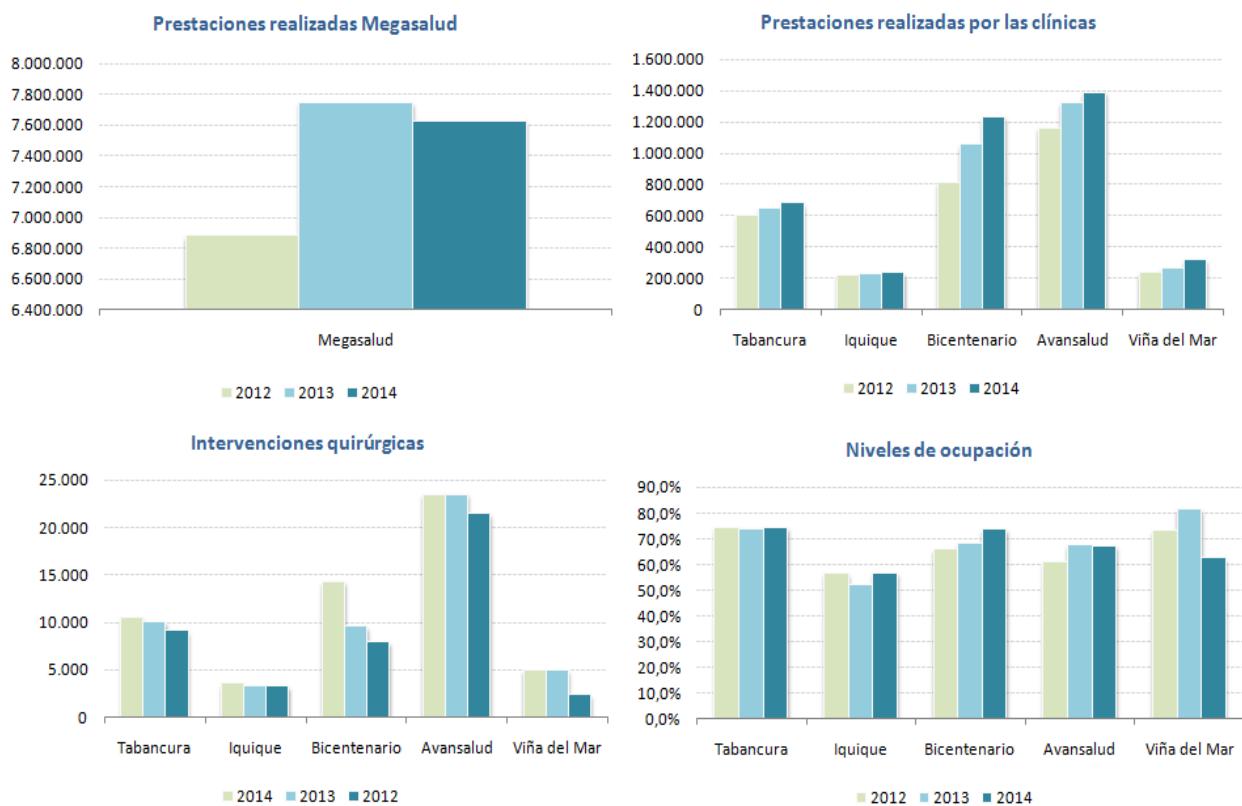
A pesar del incremento en los niveles de actividad de la clínica, y de los ingresos, que crecieron un 12,2%, el resultado operacional de 2014 cayó un 1,0% a \$2.537 millones. De este modo, la utilidad del ejercicio fue de \$1.307 millones, frente a \$1.741 millones de 2013.

## 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**.

En las siguientes Ilustraciones se presenta el nivel de actividad por filial, como el desempeño financiero de las mismas.

**Ilustración 6**  
**Resumen del nivel de actividad por centro médico y clínicas**  
(2012-2014)



**Ilustración 7**  
**Resumen del desempeño financiero de las principales filiales**  
(\$M)



## Análisis financiero



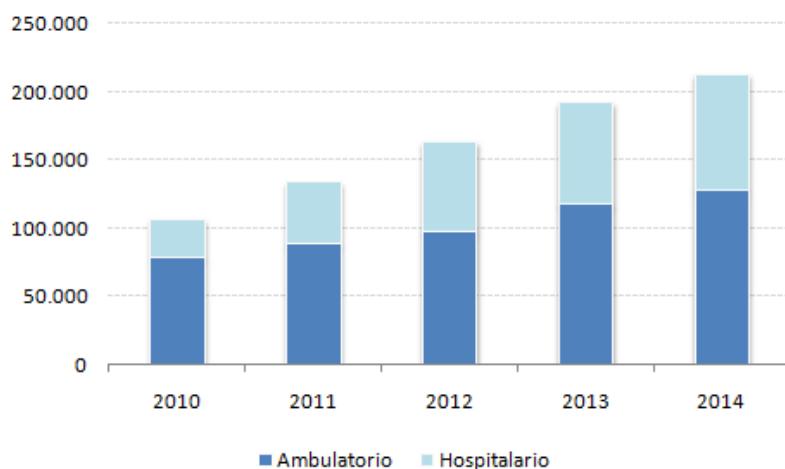
### Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2014, los ingresos consolidados de **Red Salud** alcanzaron los \$ 213.002 millones, lo que significó un aumento de 10,7%, respecto a 2013. 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 3,0%, Clínica Bicentenario en 3,7% y Clínica Avansalud en 1,9%.

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 \$128.504 millones, un 9,2% superior a los obtenidos en 2013. Mientras que el segmento hospitalario –compuesto por Clínica Bicentenario, Tabancura, Avansalud, Arauco Salud y Clínica Iquique– reportó ingresos \$ 84.524 millones, un 13,1% superior a 2013. Por su parte, el EBITDA de la compañía se incrementó en 0,3% respecto al ejercicio de cierre del año anterior, este leve crecimiento se da en un escenario de retrasos de puesta en marcha de la ampliación de la Clínica Tabancura, retraso en la rentabilización de la operación de la Clínica Bicentenario, y un aumento en la competencia y renovación de equipos en Megasalud. Además, en conjunto los costos por venta y de administración tuvieron un crecimiento levemente superior al de los ingresos.

En la Ilustración 8 se muestra los cambios que han presentado los ingresos por segmento:

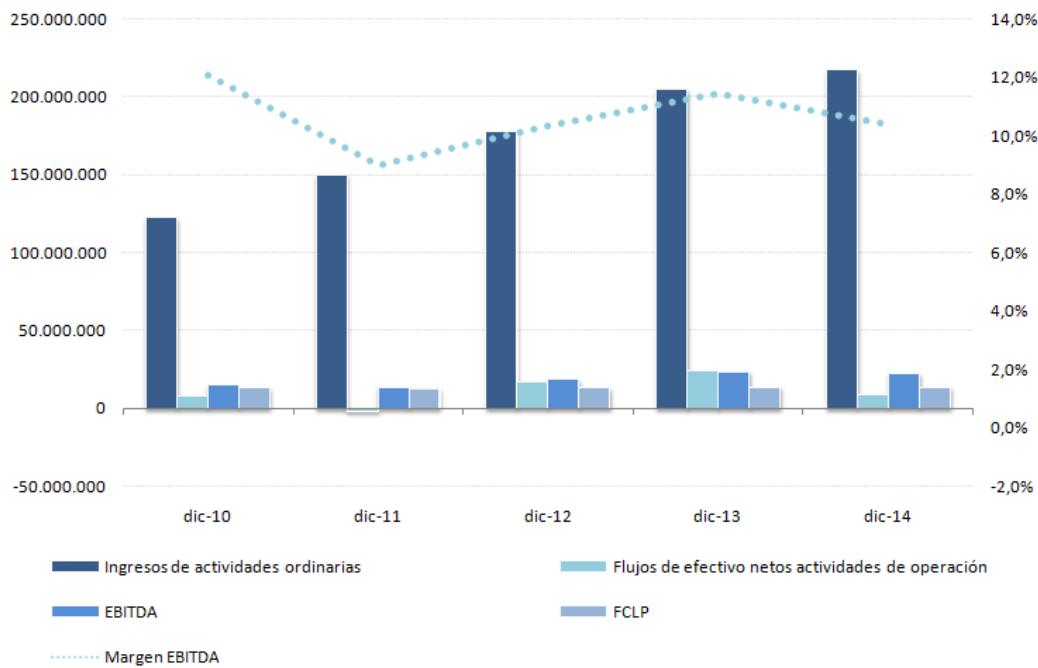
Ilustración 8  
**Ingresos según segmento**  
(\$M. 2010-2014)



El margen EBITDA en 2014 fue de 10,1%, inferior a lo obtenido en 2013 que alcanzaron un 11,2%.

En la Ilustración 9 se muestra la evolución de los ingresos y EBITDA:

**Ilustración 9**  
**Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP**  
 (\$M)



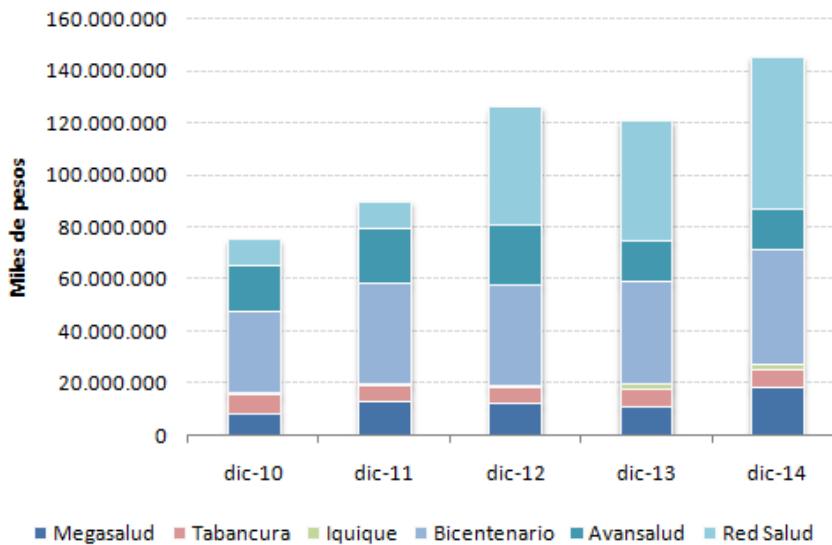
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** escaló un 20,1% durante 2014, alcanzando \$ 145.491 millones (\$ 121.127 millones en 2013). Lo anterior se debió, principalmente, por la adquisición de equipamiento médico para un nuevo centro médico, además por nuevas obligaciones para financiar proyectos de remodelación, ampliación y la construcción de un nuevo centro médico.

El 32% de la deuda financiera, corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 35% a arrendamientos financieros y el 33% restante a deuda por emisión de bonos.

La deuda financiera consolidada de la empresa a fines de 2014 se reparte en un 30,5% a Clínica Bicentenario, 10,4% a Clínica Avansalud, 12,7% a Red Megasalud, 4,7% a Clínica Tabancura, 1,4% a Clínica Iquique y 40,3% a la matriz, tal como se muestra en Ilustración 10.

**Ilustración 10**  
**Evolución de la deuda financiera**  
 (\$M. 2010-2014)



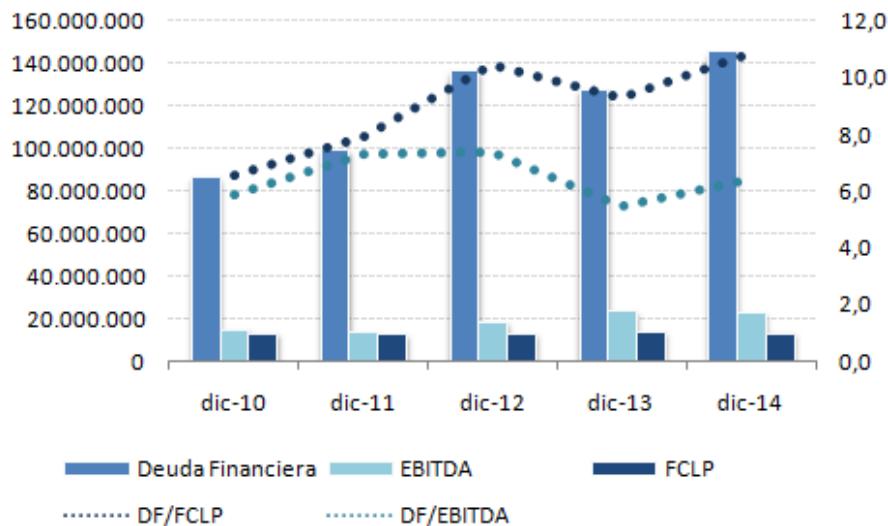
Producto del incremento experimentado por las obligaciones financieras, la razón de endeudamiento – medida como pasivo exigible sobre patrimonio<sup>7</sup>– aumentó desde 1,42 veces en 2013, a 1,66 durante 2014. Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA creció desde 5,4 a 6,4 veces en el período. Por otra parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>8</sup>) escaló a 10,9 veces a 2014, mientras que en 2012 fue de 9,3 veces.

En la Ilustración 11 se muestra la evolución de los indicadores:

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

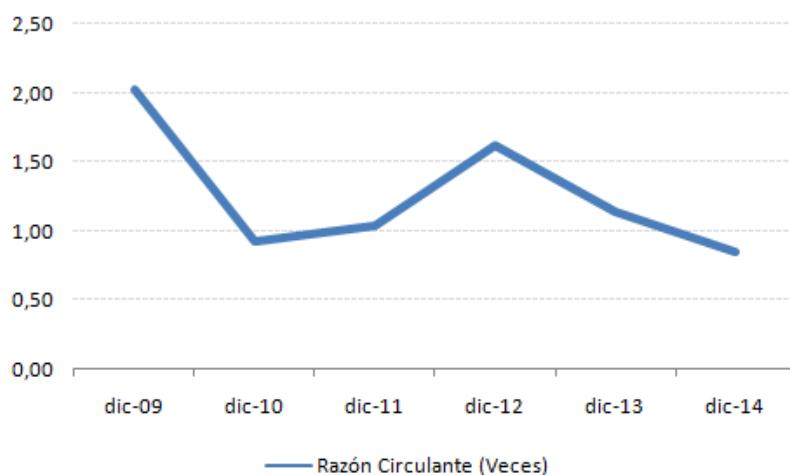
<sup>8</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

**Ilustración 11**  
**Evolución de la deuda financiera**  
 (\$M. 2010-2014)



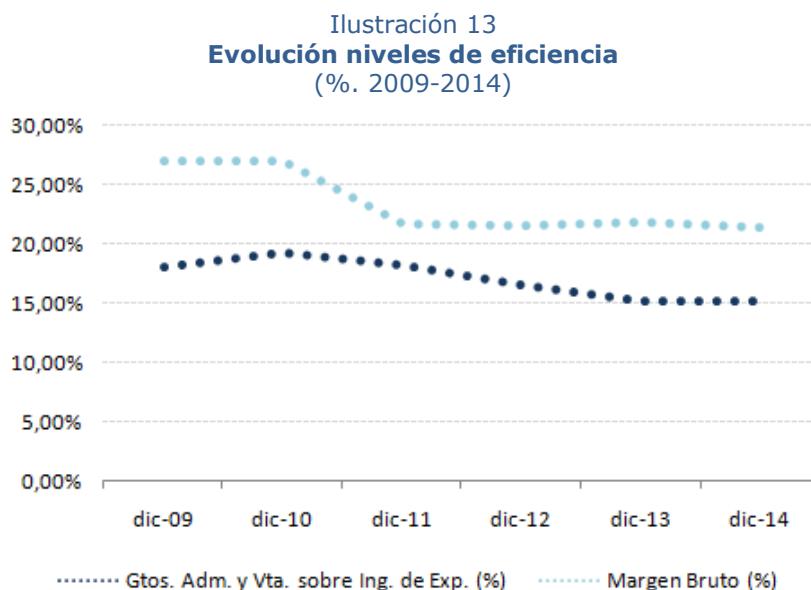
La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) disminuyó a 0,85 veces en 2014 (1,13 veces en 2013). Esta disminución se explica principalmente por un incremento de 36% en el pasivo corriente, frente a un activo corriente que sólo aumentó en 2%. El fuerte aumento en los pasivos financieros corrientes los que pasaron de \$13.597 millones, en 2013, a \$31.743 millones, en 2014, produjeron la disminución en la relación. En la Ilustración 12 se muestra la evolución de la liquidez:

**Ilustración 12**  
**Evolución razón circulante**  
 (Veces)



## Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración sobre ingresos, se mantuvo en rangos similares a los de 2013, pasando de 15,13% a 15,18% como consecuencia del efecto positivo del mayor nivel de ingresos antes descrito y el efecto negativo del aumento de los gastos por personal médico. El margen bruto, en tanto, disminuyó en términos proporcionales, desde un 21,74% de los ingresos en 2013 a un 21,35% en 2014.



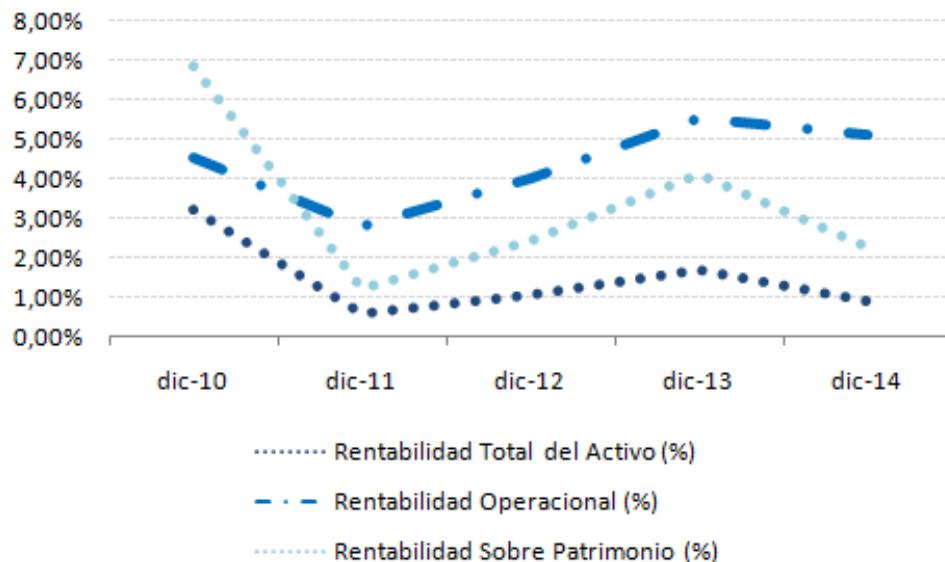
Por otro lado, tanto la rentabilidad operacional<sup>9</sup>, como la rentabilidad sobre el patrimonio<sup>10</sup> disminuyeron durante 2014. En el primer caso, pasó de 5,55% a 5,11%. La rentabilidad sobre el patrimonio por su parte, cayó desde 4,12% a 2,30% en 2014.

En Ilustración 14 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.

Ilustración 14  
**Evolución rentabilidades**  
(%. 2010-2014)

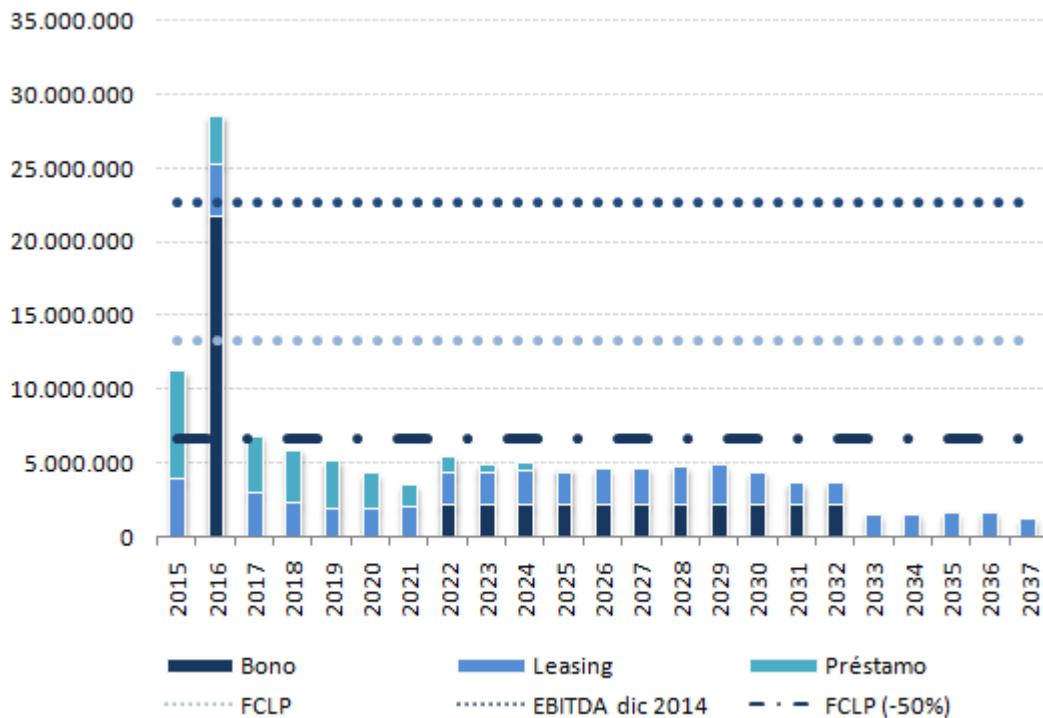


## Perfil de pago de la deuda y generación de flujos<sup>11</sup>

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 (FCLP) de **Red Salud** es más que adecuado para responder a sus obligaciones financieras. Lo anterior, al margen que en opinión de **Humphreys**, tal como se desprende de las proyecciones, se requerirá refinanciar el bono *bullet* que vence el año 2016. La Ilustración 15 muestra las holguras de cajas del emisor (salvo el año 2016).

<sup>11</sup>Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

Ilustración 15  
**Evolución perfil de vencimientos**  
(M\$. 2015-2037)



De acuerdo con las estimaciones de flujos de **Humphreys** (que se muestra como FCLP), los elevados excedentes de caja del emisor debieran facilitar el refinamiento de la deuda que vence el año 2016 (dados 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 2014), 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

<b>Covenants Líneas de bonos</b>			
	<b>Límite</b>	<b>31-12-2013</b>	<b>31-12-2014</b>
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,04 veces	1,26 veces
EBITDA/gastos financieros netos <sup>12</sup>	Hasta el 30/03/2013 Superior a 2,5 veces	3,66 veces	3,05 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	3,13 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 aquélla 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> Este covenant, a partir de 31/03/2015 y hasta el 31/12/2015, disminuye su límite a 2,5 veces.