



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas Red Salud S.A.

Abril 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de Bonos y Bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2016

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

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos totales	163.810.635	192.425.985	213.002.448	281.388.517	335.858.485
Costo de ventas	-128.485.644	-150.597.476	-168.689.305	-220.178.687	-257.926.528
Margen bruto	35.324.991	41.828.509	44.313.143	61.209.830	77.931.958
Gastos de administración	-27.174.951	-29.119.730	-32.342.545	-46.501.712	-55.955.079
Otras ganancias (pérdidas)	1.034.576	496.136	567.868	949.212	875.671
Resultado operacional	9.184.616	13.204.915	12.538.466	15.657.330	22.852.550
Costos financieros	-7.044.496	-7.024.114	-7.503.882	-9.691.409	-9.424.667
Utilidad del ejercicio	2.824.486	4.769.615	2.689.528	3.811.401	9.147.394
EBITDA	16.950.616	22.012.498	22.158.044	28.180.178	37.022.930

Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2012	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes	77.300.283	63.415.582	62.706.619	84.614.036	89.905.525
Activos no corrientes	212.956.243	219.094.304	242.198.294	300.874.666	301.878.065
Total activos	290.256.526	282.509.886	304.904.913	385.488.702	391.783.590
Pasivos corrientes	47.666.735	56.022.334	74.364.910	132.130.710	96.974.234
Pasivos no corrientes	126.888.638	109.508.250	115.356.065	130.411.246	163.498.563
Pasivos totales	174.555.373	165.530.584	189.720.975	262.541.956	260.472.797
Patrimonio	115.701.153	116.979.303	115.183.938	122.946.746	131.310.793
Total pasivos y patrimonio	290.256.526	282.509.887	304.904.913	385.488.702	391.783.590
Deuda financiera	126.316.852	121.127.469	145.491.215	187.838.574	178.221.191

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 2016, está constituida por una red de 10 clínicas y 31 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

La entidad es controlada por Inversiones 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 (86,92%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100%) y Oncored (100,00%).

Durante el período 2016, **Red Salud** generó ingresos por \$335.858 millones (US\$ 501,6 millones¹) y un EBITDA de \$37.023 millones (US\$ 55,3 millones). Al cierre del ejercicio 2016, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$178.221 millones (US\$ 266,2 millones), con un patrimonio total consolidado de \$131.311 millones (US\$ 183,6 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 hasta 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 auspiciosas expectativas de 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, sociedad con información pública y un elevado nivel de solvencia. Cabe señalar, que ILC es 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 figura 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.

¹ Tipo de cambio utilizado \$669,47/US\$ al 31/12/2016.

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 el buen posicionamiento de la marca, la amplitud de su mercado objetivo, las fortalezas propias de Megasalud, Avansalud y Tabancura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación) y el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **Red Salud**, en relación con su nivel de deuda individual, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas de la salud que transan en bolsa.

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, principalmente 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, a la fecha genera flujos estables y altos márgenes, y Bicentenario ya está aportando ingresos, además, se espera que cada año incremente su impacto en el flujo de caja del emisor.

El proceso de clasificación 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). Pese a esto, a juicio de **Humphreys**, este riesgo, en general, tiene baja probabilidad de manifestarse lo cual no inhibe su manifestación como lo han mostrado hechos recientes.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación, se relaciona con la concentración de los ingresos y el EBITDA por establecimientos médicos. Sin embargo, se considera que Megasalud por sí solo presenta una mayor diversificación, ya que cuenta con una red de 31 centros médicos a lo largo de todo Chile.

La rápida obsolescencia de los equipamientos también fue analizado en la evaluación, pues 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 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 alcanza 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 comience la operación conjunta de la torre nueva y antigua de la clínica Tabancura.

Se espera que cuando Clínicas Bicentenario y Tabancura consoliden una capacidad de generación de flujo, los ratios de endeudamiento relativo a EBITDA se sitúen en valores en torno a las 3 veces.

La mayor certeza de estos flujos, comparados con otro tipo de proyectos, responde a que se trata de inversiones propias del negocio central del emisor² y que en el caso de Tabancura representa 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.

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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocios con elevadas sinergias entre sus distintas áreas operativas y amplia cobertura nacional.
- Buenas perspectivas en la demanda.

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

- 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).
- Industria con un alto nivel de competencia.
- Rápida obsolescencia del equipamiento médico, que presiona la caja de la compañía por el nivel de inversiones requerido (riesgo de baja magnitud).

² 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 2016

Durante 2016, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$335.858 millones, lo que representó un crecimiento de 19,4% respecto a igual período del año anterior. Esta alza fue impulsada por una mayor actividad tanto hospitalaria como ambulatoria; en la red de prestadores ambulatorios se produjo un aumento considerable de consultas médicas, laboratorios, imágenes y procedimientos dentales.

En 2016, los costos de explotación alcanzaron los \$257.927 millones, lo que implicó un incremento de 17,1% respecto al cierre de 2015 empujado por un mayor gasto del personal operativo, participaciones médicas y consumo de materiales clínicos.

La ganancia bruta de la compañía creció un 27,3%; de este modo el margen bruto como porcentaje de los ingresos de **Red Salud** pasó de 21,8%, en 2015, a 23,2%, en 2016.

El total de gastos de administración sumó \$55.955 millones durante 2016, lo que significó un aumento de 20,3% respecto al periodo anterior. Esto se debe por un mayor gasto del personal administrativo, gastos de computación, IVA no recuperado y depreciaciones.

El resultado operacional de 2016 cerró en \$22.853 millones, lo que representó un incremento de 45,9% respecto de 2015. Finalmente, el resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$9.147 millones, un aumento de 140% a lo registrado a fines de 2015, donde alcanzó utilidades por \$3.811 millones. Esto se explica por el aumento de los ingresos debido a una mayor actividad dental, exámenes y atenciones médicas y a una mejora en eficiencia operacional.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$37.023 millones, lo que implica un crecimiento de 31,4% respecto de 2015; así, el margen EBITDA de la compañía pasó de 10%, en 2015, a 11,0%, en 2016.

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** pasó de \$187.839 millones, en 2015, a \$178.221 millones, en 2016, lo que representa una disminución de 5,1%.

Eventos recientes

Hubo un retraso en la apertura de la torre nueva de Clínica Tabancura, esperada para marzo de 2016. Esto, porque pese a que se obtuvieron los permisos municipales, no se permitió el tráfico de pacientes y servicios entre las torres.

Actualmente, la desconexión con la torre antigua genera sobrecostos por menor ocupación a la esperada y duplicidad de alguno de los servicios. Se espera la operación conjunta definitiva de las dos torres entre mayo y junio de 2017.

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, lo que le permite generar sinergias entre los distintos operadores de su red, entregar una atención global y efectuar servicios cruzados entre las diferentes clínicas y centros de atención, manteniendo cautivo al cliente. En conjunto, la red genera más de 15 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 920 camas y 1.364 boxes de consulta médicas, urgencias y dentales a fines de 2016.

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile posee mayor esperanza de vida lo que se produce en una tendencia al envejecimiento de esta, la experiencia muestra que, por lo general, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más. Según proyecciones demográficas del INE, actualmente, el 15,3% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,3% y en 2030 a 22,3%.

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 7,4%³ 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 2014, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 144,6%⁴.

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 e inversiones, administra recursos destinados al gasto social privado equivalentes al 15% del PIB nacional, y conforma la red social privada más grande de Chile.

³ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2015. Datos a 2012.

⁴ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

Por su parte, el vehículo de inversión del gremio, ILC, presenta una sólida posición financiera que se refleja en una elevada capacidad de pago, sumado al hecho que ILC cuenta en sus contratos de emisiones de bonos con cláusulas de *cross default* con sus filiales relevantes, siendo una de ellas **Red Salud**.

Cabe señalar, que el patrimonio de la sociedad matriz, a diciembre de 2016, asciende a \$757.318 millones. De esta manera, el patrimonio de Red Salud equivale al 17,3% del patrimonio de ILC.

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 10 clínicas, 31 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 de las consultas médicas realizadas en el país.

Importancia relativa del activo fijo: La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de US\$ 189 millones en propiedades, plantas y equipos libres de garantía susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 2,4 veces la deuda financiera libre de garantía. Esta situación dota de flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

Elevado valor de los activos: De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas ligadas al rubro de la salud (clínicas) que transan en bolsa, el valor económico de las filiales de **Red Salud** es 5,8 veces la deuda financiera individual de **Red Salud**.

Factores de riesgo

Nivel de endeudamiento: Las constantes inversiones en ampliación y mantenimiento habían llevado a un elevado nivel de endeudamiento relativo del emisor. En 2016, la relación deuda financiera sobre EBITDA cerró en 4,7 veces, teniendo una disminución con respecto a diciembre de 2015 donde mostraba un valor de 6,6 veces, mientras que en relación al FCLP cerró en 8,5 veces (si se considera el total de activos, sin descontar aquellos en etapa de ejecución). Con todo, de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, este *ratio* debiera continuar disminuyendo fuerte y persistentemente en los próximos años. De hecho, este ratio fue de 7,9 veces en 2011.

Es necesario 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 está concentrada en Megasalud (28,3%), Clínicas Regionales (23,4%), Clínica Bicentenario (17,2%), Clínica Avansalud (13,2%) y Clínica Tabancura (12,1%). Esta condición 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 las existencias de seguros, incluidas pérdidas por paralización, mitigarían las mermas, no así las presiones en la liquidez de la empresa y los efectos comerciales.

Si bien esta situación ha mejorado a partir de 2015 por la consolidación de ACR6 el resto de las clínicas poseen una importante concentración.

Sin embargo, el análisis considera que Megasalud por sí solo presenta una alta diversificación de sus ingresos, ya que cuenta con 31 centros médicos, distribuidos a lo largo de todo 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 65,9% de los ingresos de **Red Salud** proviene de tres clientes: Fonasa (28,3%) y dos isapres nacionales (Consalud 27,4% y Cruz Blanca 10,2%), 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. Con respecto a la exposición de las cuentas por cobrar con MasVida éstas, a diciembre de 2016, eran equivalentes solo al 2% del patrimonio de **Red Salud**.

Obsolescencia de infraestructura médica: El rápido avance de la ciencia aplicada, proceso no ajeno al campo de la medicina, lleva a la recurrente necesidad de actualizar el equipamiento buscando

tecnología avanzada, situación que presiona la caja de las empresas. Sin embargo, se reconoce que la extensa red del grupo podría permitir la reubicación de los equipos y que el uso de *leasing* operativo y/o financiero reduce las necesidades de inversión directa.

Industria con un alto nivel de competencia: El sector de salud privado en Chile ha tenido un importante desarrollo y, en términos de oferta de infraestructura, ha experimentado un fuerte crecimiento en el tiempo, ya sea por la construcción, ampliación y renovación de clínicas ligadas a las isapres, universidades y clínicas especializadas. Según cifras de la asociación gremial Clínicas de Chile A.G.⁵, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2015 esta cifra llegó a 6.755, mientras que, en el mismo periodo, los centros médicos pasaron de ser 581 a 731. Por un lado, esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital, de modo de mantener la posición relativa en la industria; por otro lado, estas constantes expansiones e inversiones podrían provocar una sobreoferta de camas.

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 y las correspondientes presiones en costos que conlleva lo anterior.

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 2016, 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., Oncored S.p.A., Inmobiliaria Clínicas S.p.A., TI Red S.p.A. y Administradora de Clínicas Regionales Seis.

⁵ Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (actualización cifras del 2014).

Propiedad y administración de Red Salud S.A.

Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2016, el directorio de la compañía estaba formado por siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Alberto Etchegaray	Presidente
Víctor Jarpa	Vicepresidente
Andrés Sanfuentes	Director
Mario Kuflik	Director
Juan Pablo Aylwin	Director
Gustavo Vicuña	Director
Pedro Cubillos	Director

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

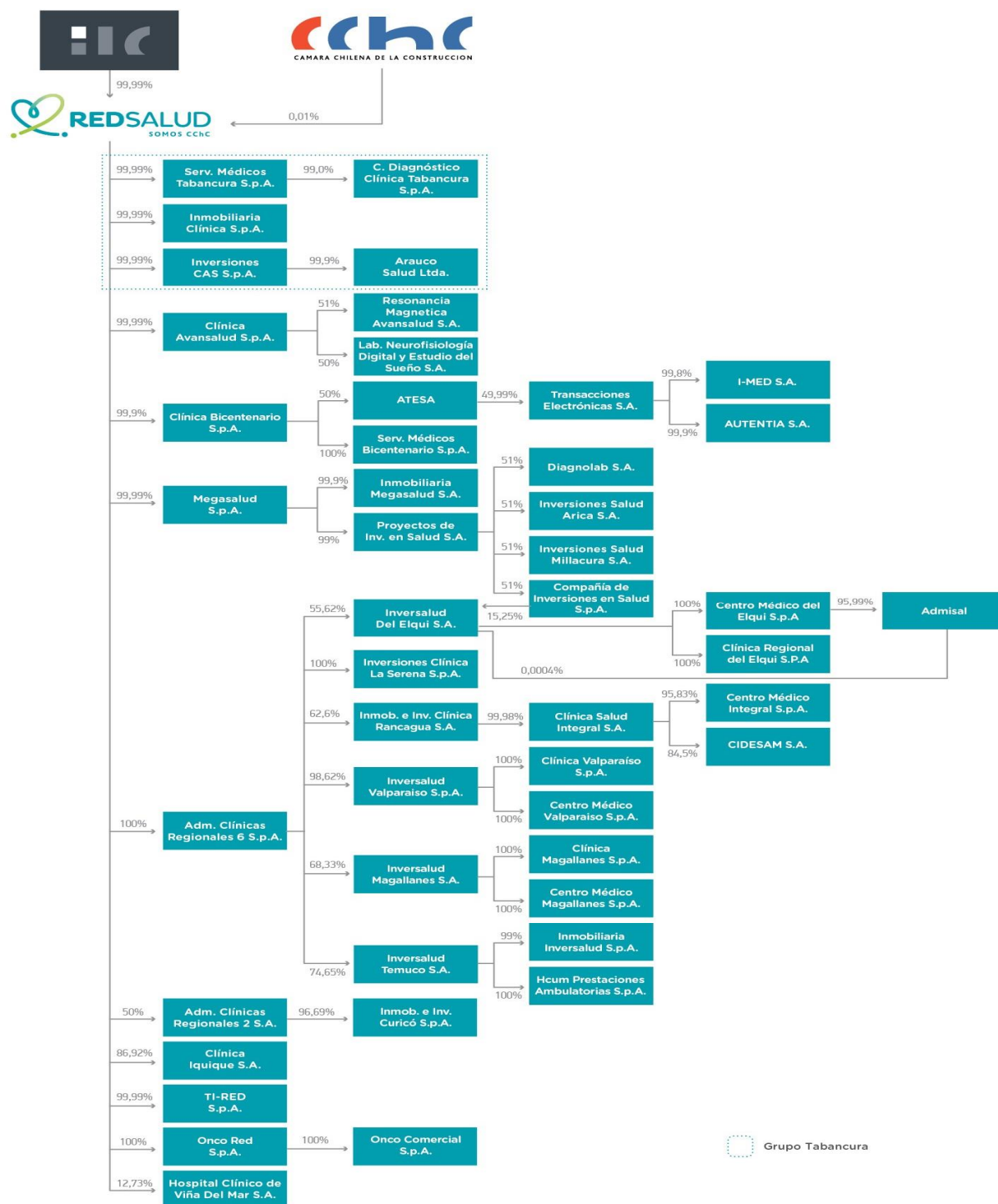
Nombre	Cargo
Sebastián Reyes Gloffka	Gerente General
Matías Moral Mesa	Gerente de Finanzas y Desarrollo
Sergio Soto Avendaño	Gerente Contralor Corporativo
Juan Pablo Pascual Beas	Gerente de Estrategia Comercial
Claudio Abé Montt	Gerente de Proyectos
Dr. Bernardo Morales Catalán	Director Médico
Enrique Cuadra Court	Gerente Legal
Mario Cortés Monroy	Gerente CI. Regionales
Matías Larraín A.	Gerente de Servicios

Accionistas

Red Salud es controlada por Inversiones La Construcción S.A. (ILC), quien posee la totalidad de las acciones, menos una en poder de la Mutual de Seguridad de la Cámara Chilena de la Construcción.

ILC es una entidad abierta en bolsa y controlada por la Cámara Chilena de la Construcción, asociación gremial que reúne a empresas del rubro.

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 31 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con cerca de 1.898 profesionales y técnicos tanto del área clínica como de la administración, realizando en 2016, 1,85 millones de consultas médicas a nivel nacional. Así, Megasalud lleva a cabo 8,3 millones de prestaciones⁶ de salud en el año, 15,5% superior a las realizadas en 2015, en las que se incluye 1,87 millones atenciones dentales, las consultas médicas mencionadas anteriormente, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

Situación financiera

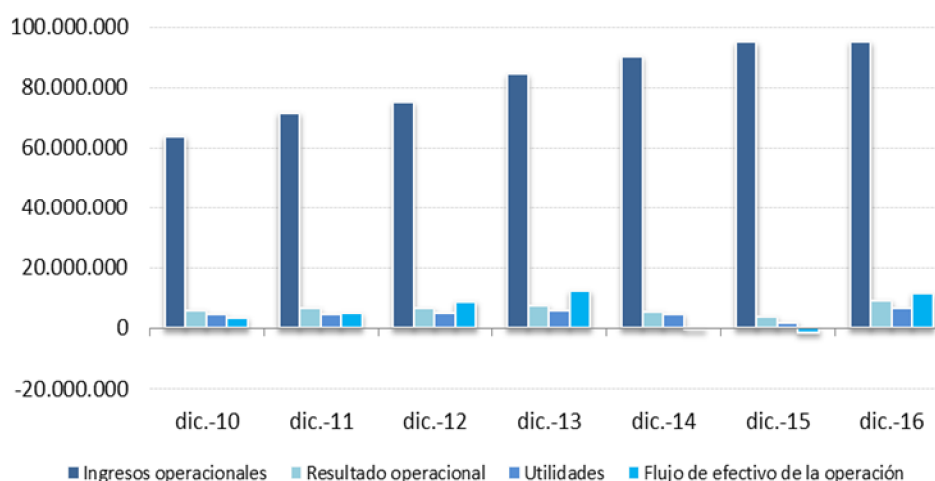
A diciembre de 2016, Megasalud obtuvo ingresos por \$95.096 millones, lo que representa un crecimiento de 0,16% y utilidades por \$6.437 millones, las que aumentaron un 248% respecto a 2015. Mientras que el flujo de efectivo de la operación retornó a valores positivos de \$11.374 millones.

El crecimiento de los ingresos se mantuvo constante, sin embargo, el Ebitda de la compañía creció un 65,1%, respecto de 2015, finalizando el periodo en \$12.085 millones. De esta forma, el margen Ebitda aumentó de 7,7%, en 2015, a 12,7% en 2016. Esto obedeció principalmente a una mejor gestión y foco en eficiencia operacional con respecto a 2015, lo cual implicó mejores márgenes.

En la Ilustración 1 se muestra la evolución de los ingresos, resultado operacional, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación:

⁶ Prestaciones: consultas médicas, exámenes de diagnóstico, procedimientos, prestaciones dentales, pabellones de baja complejidad y kinesiológicas.

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



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 servicios.

La sociedad ha invertido en una nueva clínica contigua a la actual, que contempla la edificación de un nuevo inmueble de 34.000 m² 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 entre mayo y junio de 2017.

Actualmente, la clínica cuenta con un *staff* de más de 250 médicos distribuidos en una superficie de 63.219 m². Cuenta con 199 camas, 49 boxes de consultas médicas, 18 salas de procedimientos y 16 pabellones entre otros. Durante 2016 tuvo una ocupación de 62,7%, inferior a la de 2015 que alcanzó el 68,4%. La clínica realizó cerca de 684 mil prestaciones, que incluyen atenciones médicas, exámenes de laboratorio, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

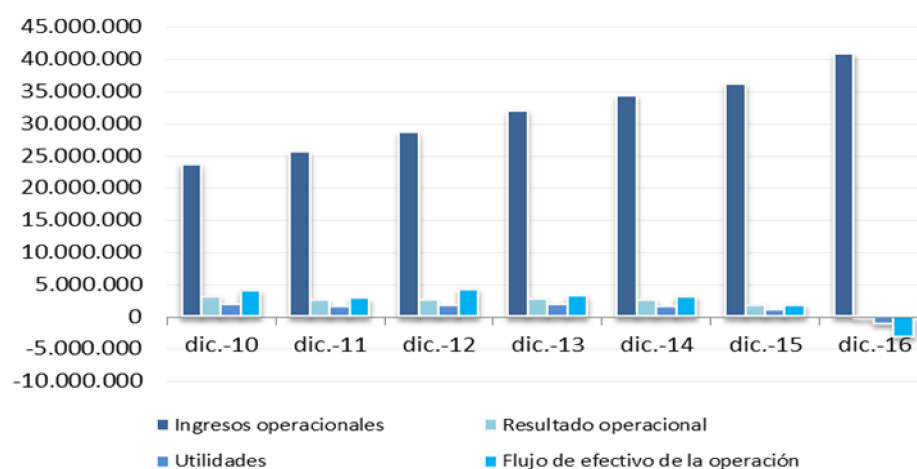
Situación financiera

A diciembre de 2016, Clínica Tabancura sumó ingresos por \$40.767 millones, lo que significa un crecimiento de 12,7% respecto de 2015. Por su parte, el EBITDA de Tabancura retrocedió en un 72,8%, mientras que el margen EBITDA cayó desde 9,2%, en 2015, a 2,2%, en 2016, dicha caída se explica principalmente por el arriendo que implicó la nueva torre de la clínica. Junto con esto, cabe señalar que la operación en términos de margen EBITDA conjunto es de 3,9% tomando en cuenta que la compañía considera dentro de la misma unidad de negocio a Arauco, centro médico de Clínica

Tabancura y la Inmobiliaria Clínica SpA creada para el desarrollo de proyectos clínicos, actualmente posee como único activo la nueva torre de Tabancura.

Finalmente, la utilidad de Clínica Tabancura retrocedió de \$1.023, en 2015, a pérdidas iguales a \$1.037 millones en 2016, mientras que el flujo de la operación cayó de \$1.798 millones, en 2015, a flujos negativos iguales a \$3.192 millones en 2016. 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)



Inmobiliaria Clínica S.p.A.

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 esta primera etapa, el único proyecto fue la construcción de la nueva torre 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 m² construidos, con una infraestructura de 264 camas, 16 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 58 boxes de consultas médicas de especialidades, 32 salas de procedimientos.

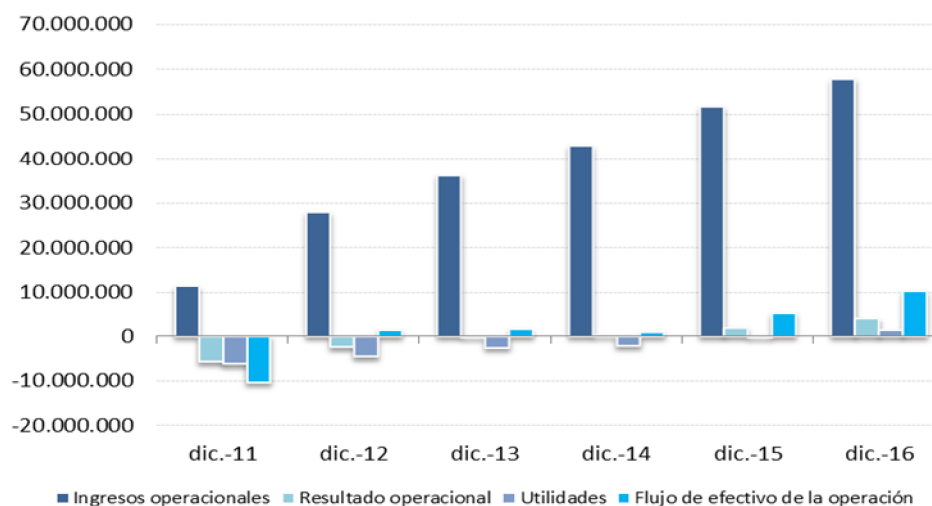
Durante 2016, la clínica tuvo una ocupación igual a 67,3% (73,3% en 2015), realizando más de 1.113 prestaciones, que incluye exámenes de laboratorio e imagenología, consultas médicas y de urgencia.

Situación financiera

Clínica Bicentenario, a diciembre de 2016, obtuvo ingresos por \$57.784 millones que significó un crecimiento de 11,9% respecto de 2015. A su vez, el EBITDA de la compañía fue de \$6.779 millones, lo que representó un incremento de 53,3%, respecto de 2015, mientras obtuvo una utilidad de \$1.283 millones, a 2016, importante aumento si se compara con las pérdidas registradas en 2015 y 2014, iguales a \$30,4 millones y \$2.135 millones, respectivamente.

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

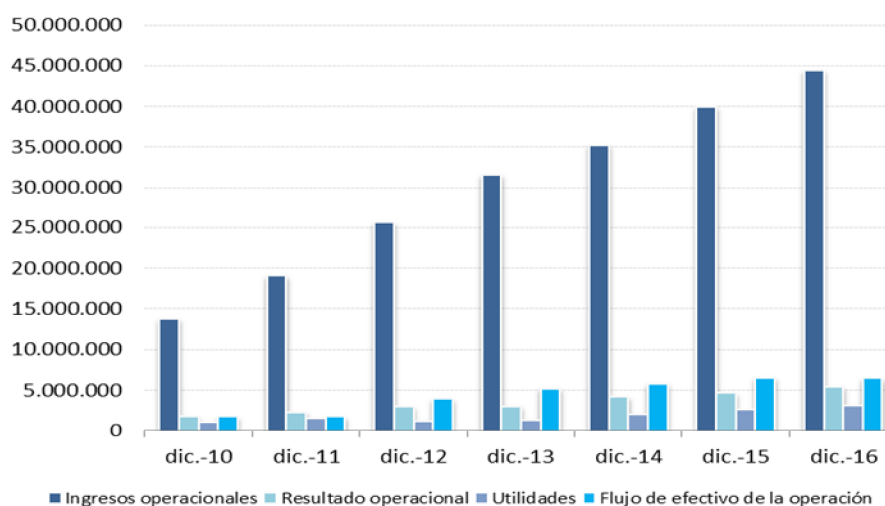
La Clínica Avansalud fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. En 2010, la clínica fue ampliada y remodelada, triplicando su superficie construida. Actualmente, tiene un *staff* de más de 350 médicos y 350 cirujanos externos, una infraestructura de 30.686 m², 88 camas, 63 boxes (para consultas médicas y urgencias), 32 salas de procedimientos y 15 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 2016 en un 82,6%, superior a 2015 donde alcanzó una ocupación de 63,7%.

Situación financiera

A diciembre de 2016, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$44.421 millones lo que corresponde a un incremento de 11,2% respecto de 2015, debido a un mayor nivel en la actividad general, acompañado por un aumento de la complejidad. En el mismo periodo alcanzó utilidades por \$3.157 millones, lo que representa un incremento de 23,1%, respecto de 2015. El Ebitda alcanzó un valor igual a \$7.840 millones en 2016, cifra que representa un aumento de un 9,7% con respecto a diciembre de 2015. En la Ilustración 4 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

Ilustración 4
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
(\$M)



Clínica Iquique S.A.

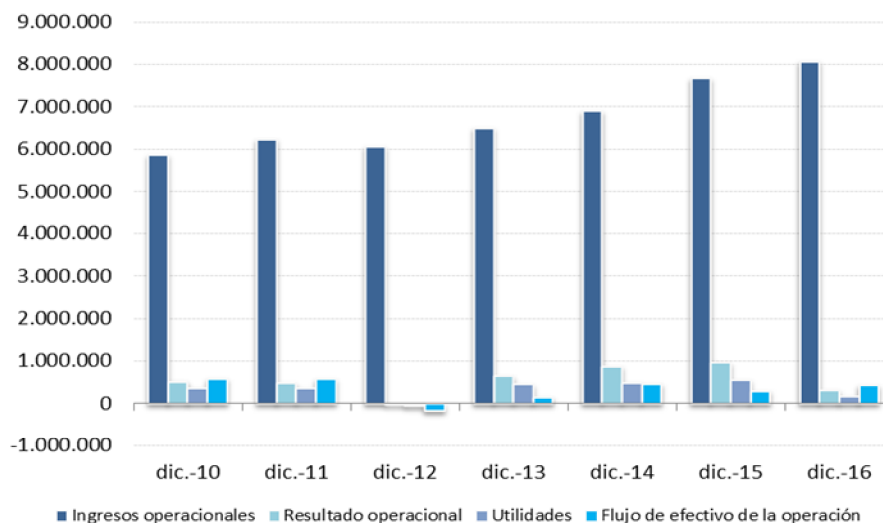
La Clínica Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá, con prestaciones de mediana a alta complejidad, ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 61 camas de hospitalización distribuidas en 6.783 m² construidos. Cuenta con un *staff* de 165 profesionales del área clínica, 12 boxes de consultas médicas, 4 pabellones generales y 1 pabellón para tratamientos gineco-obstetricos.

Durante 2016, la ocupación en esta clínica alcanzó el 49,6% y el número de prestaciones cerró en 387.971.

Situación financiera

A diciembre de 2016, la Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 8.065 millones, un 5,1% superior a 2015, y utilidades por \$163,2 millones, disminuyendo en un 70,4% con respecto a 2015. 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)



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 2016, Oncored tuvo ingresos por \$4.591 millones y utilidades por \$516,7 millones, inferior a lo registrado en 2015 en un 1,1% y 7,1%, respectivamente.

Administradora Clínicas Regionales Seis

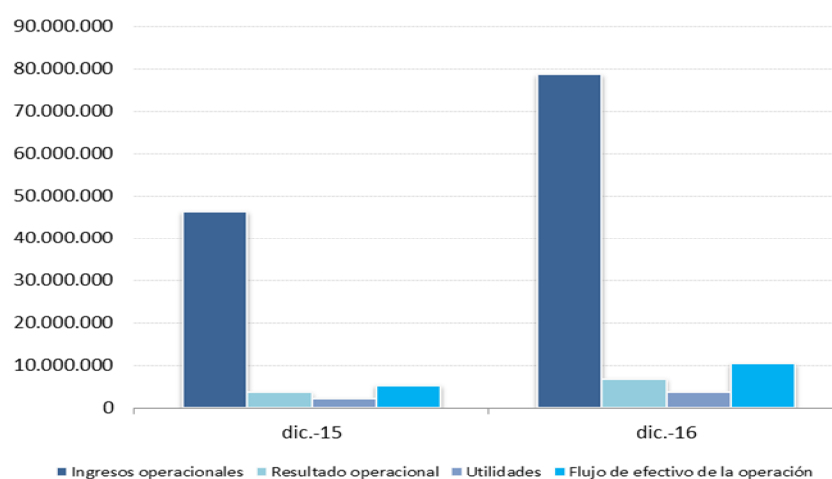
Es una sociedad por acciones resultante de la división de la Sociedad Administradora Clínicas Regionales Dos, llevada a cabo en 2014. Tiene como finalidad la inversión en clínicas y la prestación de servicios. Esta sociedad consolida a Clínica Elqui (La Serena), Clínica Valparaíso (Valparaíso), Clínica Integral (Rancagua), Hospital Clínico Universidad Mayor (Temuco) y Clínica Magallanes (Punta Arenas).

Situación financiera

Este grupo de clínicas tuvo un nivel de ingresos, durante 2016, iguales a \$78.644 millones superior en un 69,6% respecto de 2015, con un EBITDA de \$9.671 millones aumentando en un 78,6% desde el mismo periodo del año anterior.

El margen EBITDA de la sociedad pasó de 11,7%, en 2015, a 12,3% en 2016. Por su parte, las utilidades de la compañía fueron de \$3.634 millones, superior en un 72,7% con respecto al año anterior.

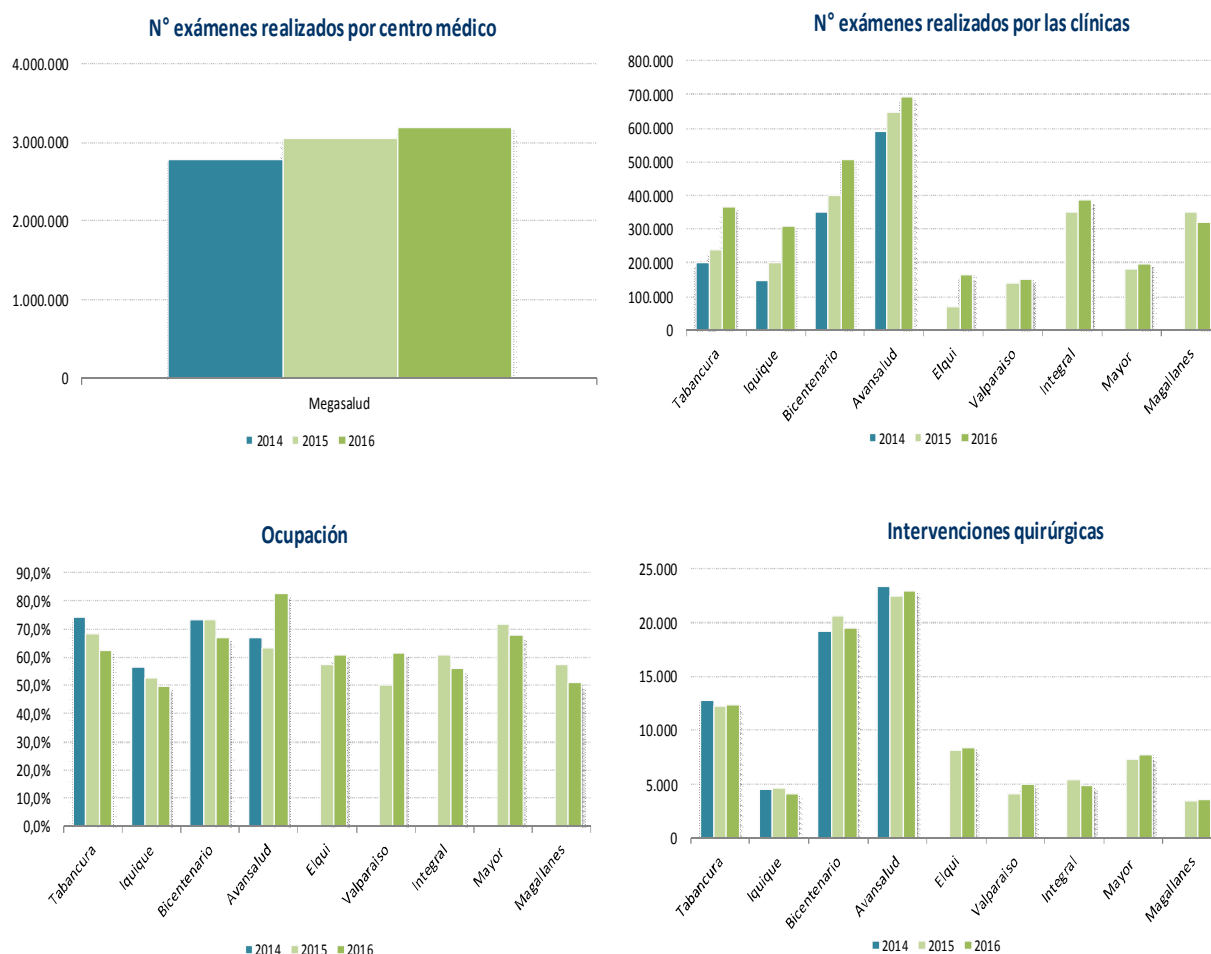
Ilustración 6
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
(En \$M. Entre mayo y diciembre de 2015 y 2016)



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%.

Ilustración 7 Resumen del nivel de actividad por centro médico y clínicas (2014-2016)



Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2016, los ingresos consolidados de **Red Salud** alcanzaron los \$335.858 millones, lo que significó un aumento de 19,3%, respecto a 2015. El 59,3% del incremento en los ingresos de **Red Salud** se explican por la consolidación de la Asociación de Clínica Regionales Seis, mientras que el incremento en los ingresos de Clínica Bicentenario y Tabancura explica el 11,3% y 8,4% del crecimiento de los ingresos de la sociedad.

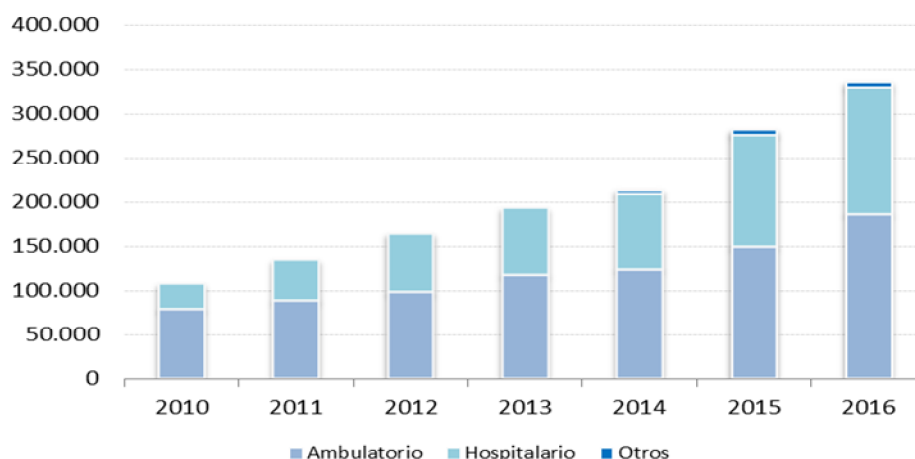
Por un lado, el área ambulatoria –compuesto por Megasalud y por las operaciones ambulatorias de los centros médicos de las clínicas que controla **Red Salud**– reportó ingresos por \$186.113 millones, un 24,9% superior a los obtenidos en 2015. Mientras que el segmento hospitalario –compuesto por Clínica

Bicentenario, Tabancura, Avansalud, Arauco Salud, Administradora de Clínicas Regionales Seis y Clínica Iquique– reportó ingresos \$143.287 millones, un 13,4% superior a 2015.

Por su parte, el EBITDA de la compañía creció en 31% en 2016 respecto del ejercicio anterior. Este incremento radicó, principalmente, en los aumentos de Ebitda de Clínica Bicentenario en un 53%, Clínica Avansalud en un 10%, y Megasalud en un 65% (alzas en las ventas por negociación de precios y volumen y el lanzamiento de proyectos dentales que impactaron considerablemente en la eficiencia de Megasalud). Sin embargo tanto Clínica Iquique como Tabancura mostraron retrocesos en la generación de EBITDA durante 2016, en 49% y 72%, respectivamente.

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

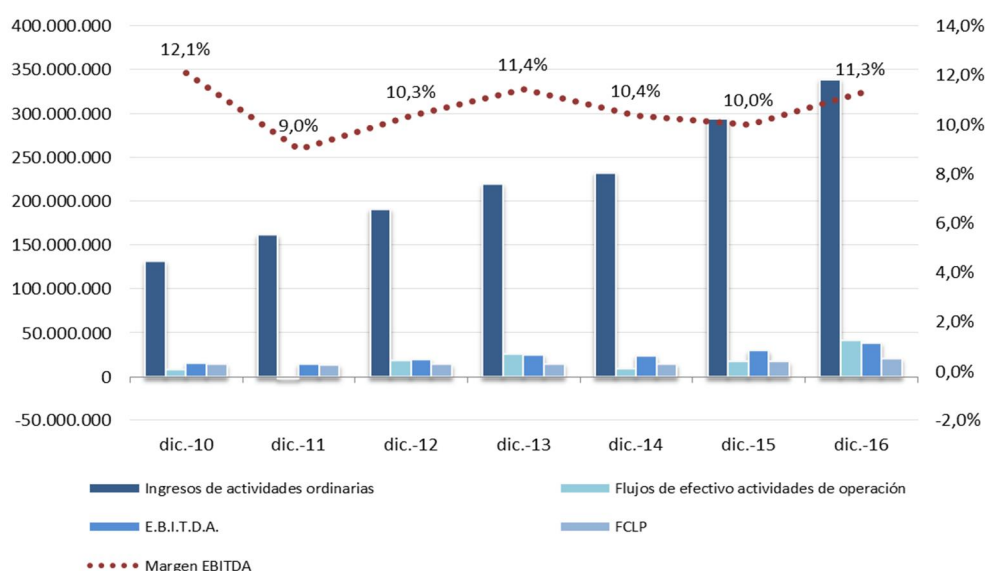
Ilustración 8
Ingresos según segmento
(\$M. 2010-2016)



El margen EBITDA consolidado de **Red Salud** en 2016 fue de 11,3%, superior a lo obtenido en 2015 que alcanzó un 10,0%.

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)

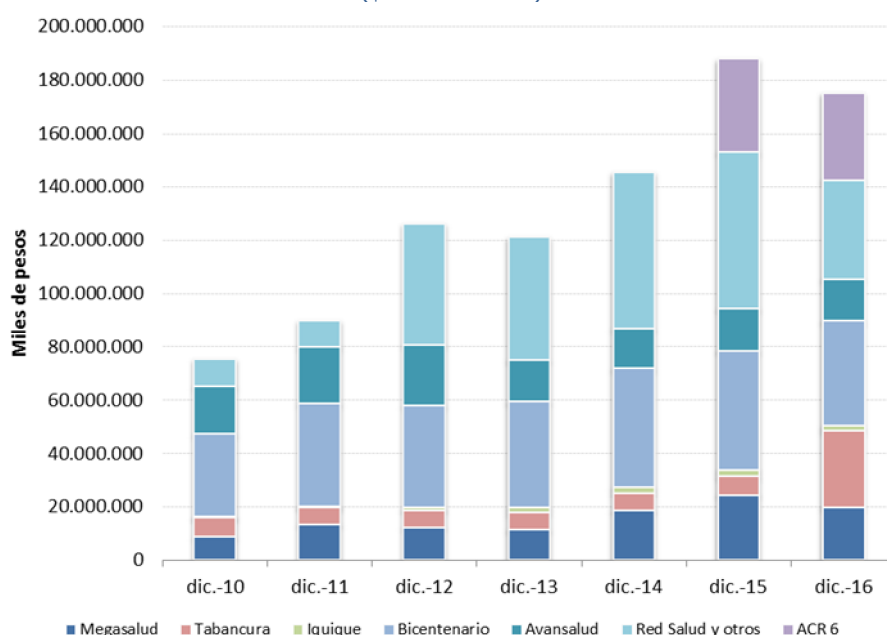


Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** disminuyó un 5,1% durante 2016, alcanzando \$178.221 millones (\$187.839 millones en 2015). Esto obedeció, principalmente, a pagos de Obligaciones con público y de línea de crédito. El 50,4% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 32,8% a arrendamientos financieros, el 15,0% a deuda por emisión de bonos y el 1,8% restante a MTM.

La deuda financiera consolidada de la empresa a diciembre de 2016 se reparte en un 22,5% a Clínica Bicentenario, un 18,7% a Asociación de Clínicas Regionales Seis, un 16,5% a Clínica Tabancura, 11,2% a Megasalud, 9% a Avansalud, 1,0% a Clínica Iquique y 21% a la matriz, tal como se muestra en la Ilustración 10.

Ilustración 10
Evolución de la deuda financiera
(\$M. 2010-2016)



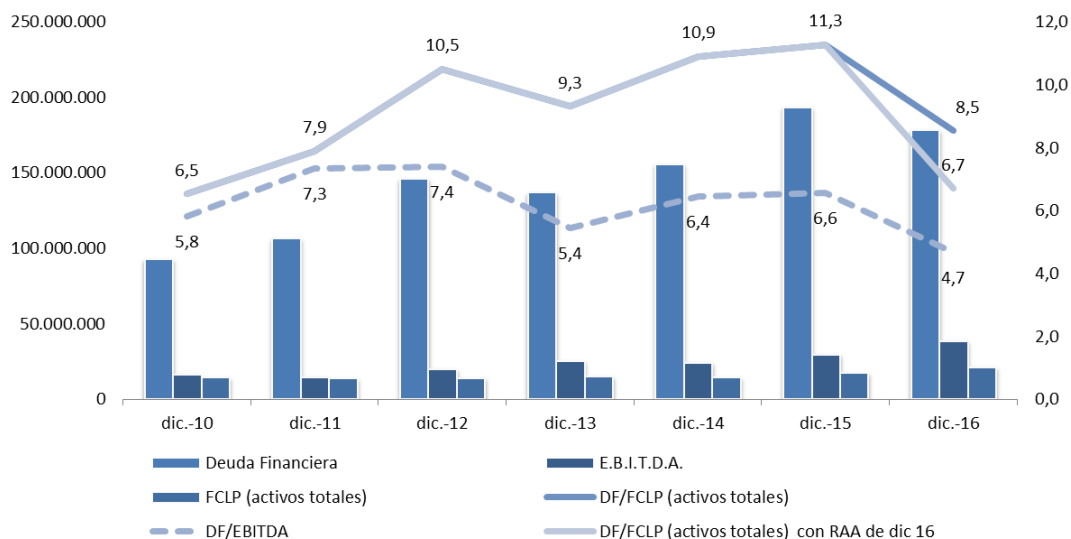
Producto de la disminución experimentada por las obligaciones financieras, la razón de endeudamiento –medida como pasivo exigible sobre patrimonio⁷– disminuyó desde 2,14 veces en 2015, a 1,98 veces durante 2016.

Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA disminuyó desde 6,6 veces, en 2015, a 4,7 veces, en 2016. Por su parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP⁸) cayó desde 11,3, en 2015, a 8,5 veces a septiembre de 2016. Sin embargo, es factible presumir que la reorganización llevada a cabo por la administración podría conllevar a una relación deuda financiera sobre FCLP igual a 6,7 veces.

⁷ Medidas en términos consolidados.

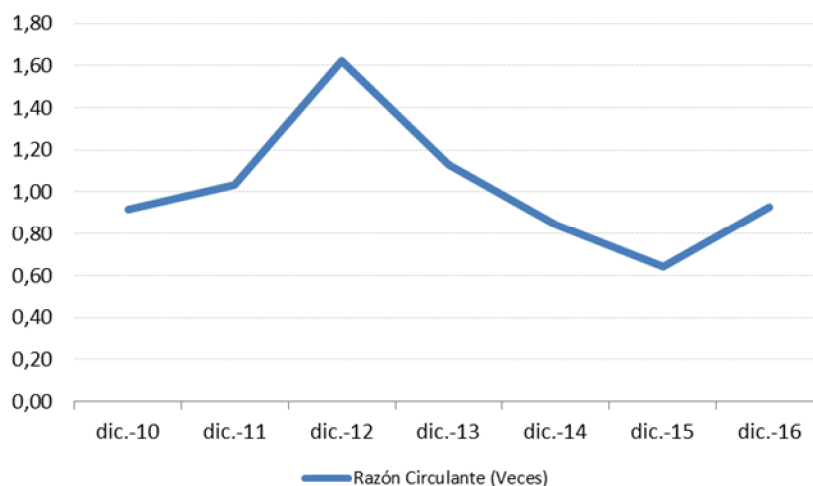
⁸ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde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

Ilustración 11
Evolución del endeudamiento financiero relativo
(\$M. 2010-2016)



La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) aumentó a 0,93 veces en 2016 (0,64 veces en 2015). Este aumento se explica, en gran parte, por una baja en la deuda financiera de corto plazo, producto de pagos de Obligaciones de la línea de bonos Serie A y una disminución del endeudamiento financiero de la sociedad. En la Ilustración 12 se muestra la evolución de la liquidez:

Ilustración 12
Evolución razón circulante
(Veces)

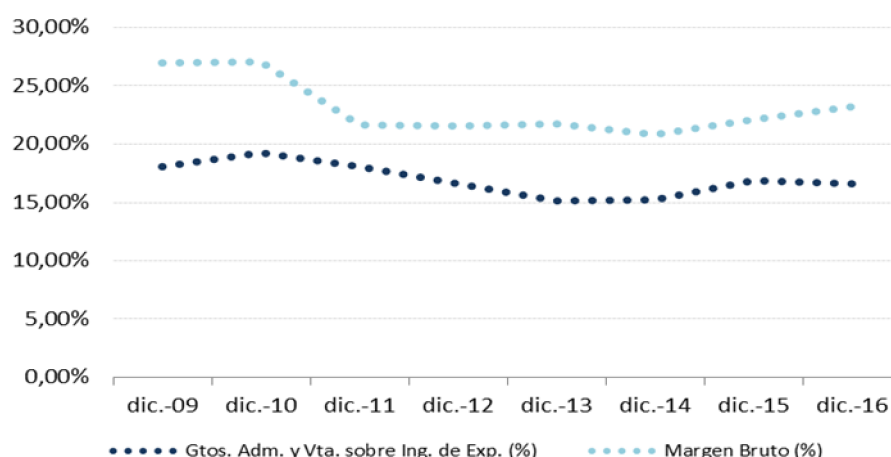


Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración sobre ingresos, ha mostrado una clara tendencia al alza desde diciembre de 2013, con un ratio igual a 15,13% y a diciembre de 2016, con un ratio igual a 16,66%.

El margen bruto aumentó entre 2014 y 2016, pasando de 20,81% a 23,2%.

Ilustración 13
Evolución niveles de eficiencia
(%. 2009-2016)



Por otro lado, **Red Salud** experimentó incrementos en las rentabilidades operacional⁹ y sobre el patrimonio¹⁰, y el activo¹¹ a partir de 2015. En el primer caso, pasó de 5,24%, en 2015, a 6,53% a diciembre de 2016, mientras que la rentabilidad sobre patrimonio pasó de 3,17% a 7,17% en el mismo periodo. La rentabilidad sobre los activos por su parte, subió desde 1,19% a 2,48% a diciembre de 2016.

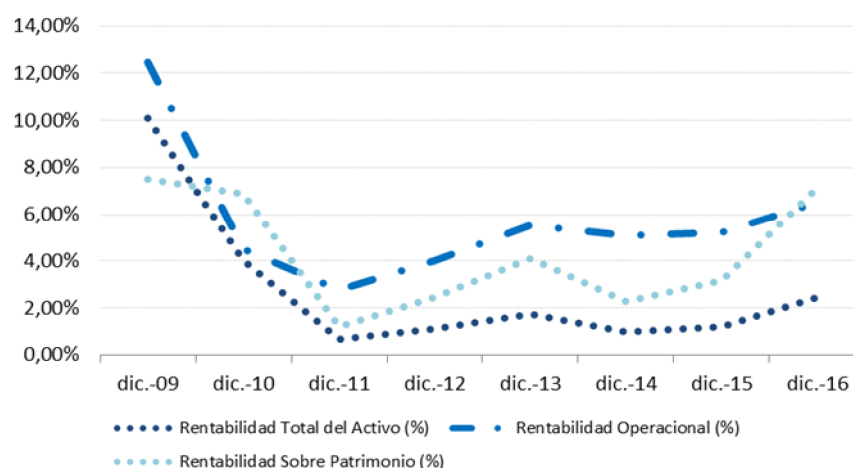
En la Ilustración 14, se muestra la evolución de la rentabilidad y eficiencia:

⁹ Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

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

¹¹ Rentabilidad del activo: Utilidad neta sobre activos totales menos activos en ejecución.

Ilustración 14
Evolución rentabilidades
(%. 2010-2016)



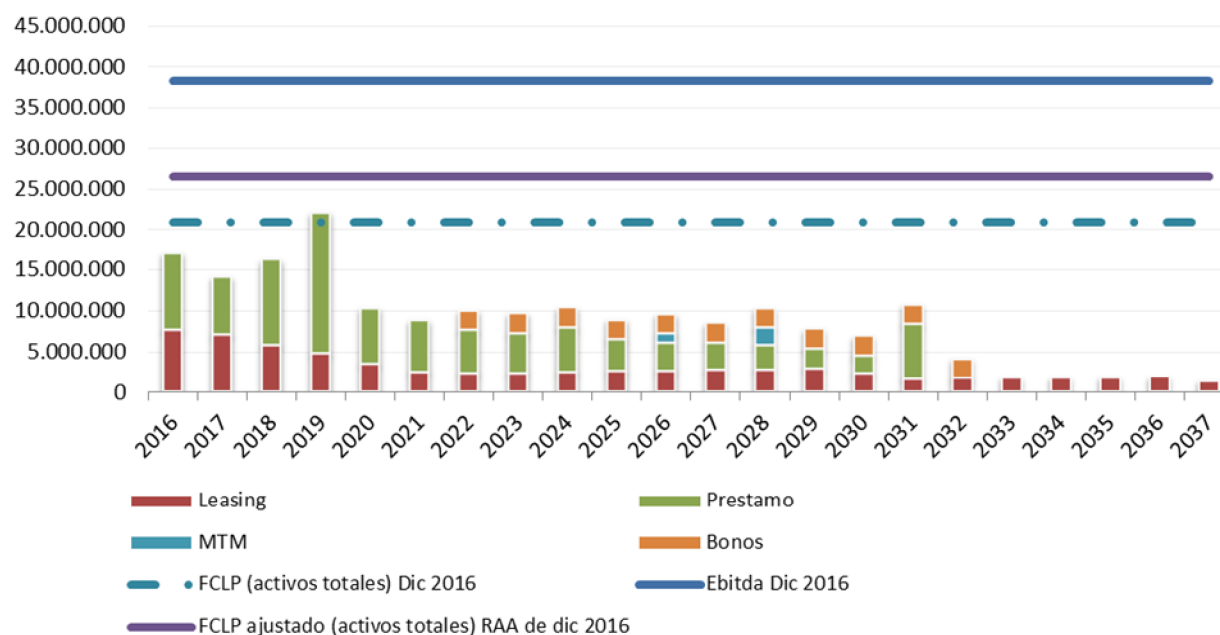
Perfil de pago de la deuda y generación de flujos¹²

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 adecuado para responder a sus obligaciones financieras. Sin embargo, la holgura se ve disminuida en 2019 por un vencimiento más elevado que, a juicio de la clasificadora, es susceptible de refinanciar.

La Ilustración 15, muestra el perfil de vencimientos del emisor.

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

Ilustración 15
Evolución perfil de vencimientos
(M\$. 2017-2037)



De acuerdo con las estimaciones de flujos de **Humphreys** (que se muestra como FCLP), los excedentes de caja del emisor deberían facilitar el refinanciamiento de la deuda que vence el año 2019. 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 2017), aun así es posible dar cumplimiento a las obligaciones financieras, siempre con la necesidad de refinanciamiento el año 2019, pero entendiendo que se operaría con flujos más ajustados.

Del mismo modo, el FCLP ajustado considera el aumento en las rentabilidades anuales obtenidas durante 2016, en el contexto de que éstas se mantendrían en el largo plazo, el emisor mostraría mayor holgura para hacer frente a las obligaciones del año 2019 sin la necesidad de refinanciamiento.

Características de las líneas de bonos

Covenants			
	Límite	31/12/2015	31/12/2016
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,53 veces	1,36 veces
EBITDA/gastos financieros netos	Entre 31/03/2015 hasta 31/12/2015 superior a 2,5 veces Desde el 31/03/2016 superior a 3,0 veces	3,08 veces	4,10 veces
Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	3,46 veces	4,83 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."