



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un nuevo  
Instrumento**

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

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

Mayo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200 – Fax 22433 5201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos a 10 años	A
Línea de bonos a 30 años	A
Tendencia	Estable
Otros instrumentos:	
Líneas de bonos y serie C	A
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de diciembre de 2016

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años y 30 años
Monto máximo de colocación	UF 1.500.000 y UF 2.000.000
Moneda de emisión	UF, Pesos o Dólares
Representante de los tenedores de bonos	Banco Bice
Uso de fondos	Financiamiento de pasivos y programa de inversiones del emisor y/o filiales
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Razón de endeudamiento financiero neto y patrimonio no superior a 2 veces.</li> <li>- Activos Libres de gravámenes por un monto de a lo menos 1,3 veces el monto insoluto total de la Deuda Financiera sin garantías.</li> </ul>
Prepago	El emisor podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los bonos que se emitan con cargo a estas líneas
Garantías	La emisión no contempla garantías

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
<b>Margen bruto</b>	<b>35.324.991</b>	<b>41.828.509</b>	<b>44.313.143</b>	<b>61.209.830</b>	<b>77.931.958</b>
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
<b>Resultado operacional</b>	<b>9.184.616</b>	<b>13.204.915</b>	<b>12.538.466</b>	<b>15.657.330</b>	<b>22.852.550</b>
Costos financieros	-7.044.496	-7.024.114	-7.503.882	-9.691.409	-9.424.667
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>2.824.486</b>	<b>4.769.615</b>	<b>2.689.528</b>	<b>3.811.401</b>	<b>9.147.394</b>
EBITDA	16.950.616	22.012.498	22.158.044	28.180.178	37.022.930

Estado de situación financiera 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
<b>Total activos</b>	<b>290.256.526</b>	<b>282.509.886</b>	<b>304.904.913</b>	<b>385.488.702</b>	<b>391.783.590</b>
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
<b>Pasivos totales</b>	<b>174.555.373</b>	<b>165.530.584</b>	<b>189.720.975</b>	<b>262.541.956</b>	<b>260.472.797</b>
Patrimonio	115.701.153	116.979.303	115.183.938	122.946.746	131.310.793
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>290.256.526</b>	<b>282.509.887</b>	<b>304.904.913</b>	<b>385.488.702</b>	<b>391.783.590</b>
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 millones<sup>1</sup>) 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).

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de dos líneas de bonos a 10 y 30 años, por parte de **Red Salud**, por un monto máximo de colocación de UF 1.500.000 y UF 2.000.000, respectivamente. La finalidad de esta emisión será el financiamiento de pasivos y programa de inversiones del emisor y/o filiales. A la fecha no se están inscribiendo títulos de deuda con cargo a las líneas.

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

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.

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 emisor<sup>2</sup> 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.

---

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

## 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).

## Hechos recientes

### 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.

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).*

*"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."*