



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Clínica Las Condes S.A.

Marzo 2019

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

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de Bonos Tendencia	A- Estable
Acciones (LAS CONDES) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2018 ¹

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Línea de Bonos a 10 años	Nº 682 de 07.10.2011
Línea de Bonos a 30 años Serie B (BLCON-B)	Nº 721 de 23.04.2012 Primera emisión
Línea de Bonos a 10 años Serie E (BLCON-E)	Nº 889 de 16.03.2018 Primera emisión
Línea de Bonos a 25 años Serie F (BLCON-F)	Nº 891 de 16.03.2018 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos totales	156.386.447	178.053.963	196.472.531	194.919.741	219.400.041
Costo de ventas	-119.603.452	-144.723.022	-157.555.054	-168.554.883	-173.075.415
Margen bruto	36.782.995	33.330.941	38.917.477	26.364.858	46.324.626
Gastos de administración	-16.392.201	-18.063.188	-27.398.075	-30.835.256	-24.781.735
Resultado operacional	20.390.794	15.267.753	11.519.402	-14.674.517	3.845.683
Costos financieros	-1.511.274	-4.113.405	-6.039.527	-7.260.269	-12.122.054
Utilidad del ejercicio	14.227.392	5.270.344	1.500.249	-11.062.058	3.565.604
EBITDA	24.706.784	23.088.689	20.216.028	5.908.347	34.468.079

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance General Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	2018
Activos corrientes	99.667.579	93.291.662	120.612.834	128.303.355	143.068.232
Activos no corrientes	209.813.744	236.950.980	255.669.866	275.573.574	276.868.169
Total activos	309.481.323	330.242.642	376.282.700	403.876.929	419.936.401
Pasivos corrientes	42.861.157	58.291.126	68.225.400	101.449.214	69.045.818
Pasivos no corrientes	100.027.756	114.086.995	147.887.187	153.111.102	205.266.036
Pasivos totales	142.888.913	172.378.121	216.112.587	254.560.316	274.311.854
Patrimonio	166.592.410	157.864.521	160.170.113	149.316.613	145.624.547
Total pasivos y patrimonio	309.481.323	330.242.642	376.282.700	403.876.929	419.936.401
Deuda financiera	103.717.144	130.913.843	168.522.951	182.056.102	204.464.300

Opinión

Fundamento de la clasificación

Clínica Las Condes S.A. (Clínica Las Condes) es una sociedad, constituida en 1979, que junto con sus filiales cubre prácticamente la totalidad de las especialidades médicas y desarrolla actividades hospitalarias y ambulatorias. Las sociedades filiales del emisor lo conforman: Diagnósticos por Imágenes Ltda. (49,19%), Servicios de Salud Integrados (99,90%), Prestaciones Médicas Las Condes S.A. (97,00%), Inmobiliaria CLC S.A. (99,99%), Centro de la Visión S.A. (50,1%) y Seguros CLC S.A. (99,00%).

La clínica tiene una importante participación dentro de las clínicas privadas de la Región Metropolitana, con un 7,2%² del total de oferta de camas y está posicionada como una de las clínicas líderes en innovación, complejidad y tecnología de Latinoamérica, presentando diversas acreditaciones con por ejemplo Joint Commission International y la Superintendencia de Salud, además de premios como el del Premio a la lealtad de los consumidores obteniendo el primer lugar en el sector de las clínicas en el año 2018 y el reconocimiento de ESQR Best Quality Leadership Award 2018³. A septiembre de 2018, **Clínica Las Condes** generó ingresos por \$161.161 millones (US\$ 244,1 millones⁴) y un EBITDA de \$23.155 millones (US\$ 35,1 millones). Al tercer trimestre del año pasado, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$182.056 millones (US\$ 296,1 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 200.796 millones (US\$ 304 millones).

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Clínica Las Condes**, "Categoría A-", se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla la clínica, lo que ha repercutido favorablemente en la fortaleza de la marca dentro de su mercado objetivo. La actual estructura operativa ha posicionado a la clínica como un

² Fuente: Clínicas de Chile, Memoria Gestión 2017.

³ Fuente: Sitio Web Clínica Las Condes, información institucional.

⁴ Tipo de cambio utilizado \$660,42/US\$ al 01/10/2018.

prestador médico de alta complejidad. De esta forma, la clínica es capaz de entregar de una extensa gama de servicios médicos –desde consultas médicas a intervenciones quirúrgicas de alta complejidad– accediendo a una amplia y diversificada base de clientes, en términos de prestaciones entregadas. Estas características le permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva. Además, se valora favorablemente, la experiencia y formación de los equipos directivos, tanto en temas de administración como médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, su evolución y demanda.

La clasificación de riesgo se ve reforzada, además, por el hecho de que la sociedad se desenvuelve en un sector con auspiciosas expectativas 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. Cabe considerar, que el emisor tiene como filial una compañía de seguros lo que, en lo relativo a productos de salud, genera sinergias entre ambas entidades, más allá del desarrollo independiente que pueda tener la aseguradora (que, a su vez, favorece la generación de flujos).

Aun cuando en lo más reciente, la emisora ha registrado niveles crecientes en la capacidad de generación de flujos, los niveles de endeudamiento relativo aun presentan valores superiores a los registrados con anterioridad al período de estrés financiero exhibido a partir de 2015. Esta clasificadora monitoreará los índices de endeudamiento y la capacidad del emisor para mantener o incrementar los excedentes últimamente exhibido y, a partir de ello, evaluar posibles cambios en la clasificación de los títulos de deuda.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración geográfica de la generación de flujos por parte del emisor. Particularmente, casi la totalidad de los ingresos de **Clínica Las Condes** se generan en su complejo ubicado en la comuna del mismo nombre, así cualquier siniestro que afecte a estos inmuebles repercutiría negativamente en los flujos de la entidad. La concentración de las instalaciones operativas también limita la contribución potencial de pacientes para aquellas actividades que generan mayores márgenes, como es el hospitalario y de imagenología. No obstante, dadas las nuevas inversiones, se espera que la compañía disminuya sus niveles de concentración.

Otro aspecto que se ha considerado como desfavorable ha sido la baja abrupta que ha presentado el margen EBITDA con que opera la clínica, el cual disminuyó considerablemente el año 2017, en relación con lo exhibido en años anteriores, registrando un margen sobre ingresos de 2,9%, mientras que, a diciembre de 2016, este ratio ascendía a 10,3%. Durante los cuatro trimestres finalizados en septiembre de 2018 este indicador, sin embargo, ha mostrado una importante recuperación, finalizando en 10%. Con todo, este registro resulta inferior a lo registrado con anterioridad a 2015.

El proceso de calificación recoge, adicionalmente, la concentración por deudores que en la práctica dada la estructura de seguros de salud en Chile– corresponde 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); en particular, que la experiencia reciente ha mostrado que las instituciones que entregan protección de salud son susceptibles de deteriorarse financieramente.

También se ha considerado, negativamente, que la estructura de la propiedad de la compañía se encuentra bastante atomizada. No presenta accionistas de carácter controlador, como tampoco un pacto para este fin. De esta forma, la gobernabilidad y estrategia futura de la compañía, para que sea estable en el tiempo y no esté sujeta a eventuales riesgos de reputación y/o operativos, requiere descansar en un gobierno corporativo de elevados estándares de calidad. Además, y en caso de crisis excepcionales, la compañía no cuenta con el respaldo de un grupo que posea la fortaleza financiera para inyectar rápidamente capital, por ejemplo, en un escenario de disminución abrupta de flujos. Sin perjuicio de lo anterior, es necesario precisar que la advertencia realizada no reviste riesgo en tiempos de normalidad, tal como lo refleja el hecho que las inversiones que está realizando y que ha realizado en el pasado la compañía se han llevado a cabo con un *mix* entre deuda y aportes de capital.

Asimismo, la clasificación de riesgo se ve restringida, ya que durante 2014, la compañía inició un plan para duplicar su superficie construida, y con ello, aun cuando su cuantía ha disminuido en términos relativos al total de activos de la compañía, la empresa tiene activos que hasta el día de hoy, están en procesos de, consolidación y madurez en términos de ingresos. De este modo, una parte de la deuda de la compañía está asociada a activos que aún no alcanzan su consolidación, por lo que la situación actual de la clínica subestima, en parte, su capacidad de generación de flujos de largo plazo.

Junto con ello, se ha considerado que la clínica pertenece a una industria que está bajo un alto nivel de competencia. Así, el sector privado de salud ha experimentado un alto nivel de crecimiento y de oferta de infraestructura, en la que, además, las entidades en este mercado deben realizar constantes inversiones para mantener la posición relativa en la industria.

Junto con lo anterior, la industria en la que está inmersa **Clínica Las Condes** no está ajena a riesgos regulatorios, con posibles efectos en costos o ingresos.

Los títulos accionarios de la sociedad se clasifican en "*Primera Clase Nivel 3*", atendiendo a la adecuada solvencia del emisor y la liquidez bursátil de los instrumentos. La clasificadora se encuentra evaluando la tendencia de la presencia bursátil.

La perspectiva de la clasificación de los bonos 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. No obstante, a juicio de la clasificadora, a futuro la sociedad emisora debiera incrementar la rentabilidad del negocio lo cual se presume factible dado el posicionamiento de la clínica (fortaleza de marca) y los niveles de eficiencia exhibidos en el pasado; de ser así, la clasificación de riesgo podría ser revisada.

A futuro, la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que la maduración y rentabilidad de las recientes inversiones permita revertir el endeudamiento relativo del emisor y que los índices financieros alcancen niveles similares a los mostrados en años anteriores.

Para la mantención de la clasificación, se requiere que los resultados asociados a las recientes inversiones se enmarquen dentro de los parámetros asumidos por la clasificadora, sin perjuicio de entender que lo más probable es que puedan existir desviaciones razonables respecto a lo inicialmente presupuestado.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocio exitoso y consolidado.
- Elevada fortaleza de la demanda actual y potencial.

Fortalezas complementarias

- Negocio con estabilidad de márgenes en el largo plazo.

Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marca.

Riesgos considerados

- Concentración geográfica en la generación de flujos (riesgo aminorado vía seguros y apertura nueva sucursal Peñalolén).
- Activos en etapa de ejecución y/o baja maduración (necesidad de rentabilizarlos)
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria)
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Industria con alto nivel de competencia.
- Necesidad de gobiernos corporativos eficaces para aminorar riesgo de reputación y operativos (riesgo controlable)

Hechos relevantes

Resultados a diciembre de 2018

Durante 2018, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 219.400 millones, lo que representó un decrecimiento de 12,6% respecto a igual período del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$173.075 millones, implicando un incremento de 2,7% respecto de diciembre de 2017, lo que se explica por un aumento en los siniestros y en la depreciación, además de la reducción en el gasto de remuneraciones procedentes de la reestructuración operacional implementada a fines de diciembre de 2017 y parte de 2018. De esta forma, el margen bruto sobre ingresos de la compañía aumento desde 13,5%, en diciembre de 2017, a un 21,1%, en diciembre de 2018. A su vez, los gastos de administración muestran una reducción de un 19,6% respecto del mismo periodo del año pasado, esto se debió principalmente a la reducción en los servicios externos y reducción del gasto de remuneración mencionado anteriormente.

El EBITDA de la empresa finalizó el año en \$34.468 millones, un 483,4% superior al mismo periodo del 2017, en tanto que la utilidad de la clínica registró un valor positivo de \$ 3.565 millones debido a lo expuesto en los párrafos anteriores.

A diciembre de 2018, la deuda financiera de la compañía fue de \$204.464 millones, lo que corresponde a un alza de 12,3% por la obtención de créditos bancarios.

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.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios con una buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Negocio exitoso - sólido posicionamiento de mercado: Clínica Las Condes basa su estrategia de negocios en ser un prestador médico de alta complejidad, siendo pionero en la implementación y utilización de tecnologías y terapias en el país. De esta forma, la clínica es capaz de ofrecer, prácticamente, todas las especialidades médicas, permitiéndole generar integración, sinergias y fidelización de clientes entre las distintas unidades de negocio, las que comprenden: hospitalización, urgencia, diagnóstico y apoyo clínico, consultas médicas y seguros complementarios (planes especiales). Así, por ejemplo, los seguros complementarios, como las consultas médicas y de urgencia permiten generar un importante flujo de pacientes a las dos unidades restantes.

Asimismo, la marca **Clínica Las Condes** es reconocida, valorada en el mercado y con amplia trayectoria, entregando una atención global. Durante 2018 generó 698.748 consultas médicas, creciendo un 6,4% respecto del año 2017.

Crecimiento de la demanda: Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda por servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes,

el gasto total en salud en Chile representa el 8,1%⁵ del PIB, ubicándose por debajo del promedio de los países de la OCDE, que alcanza a 8,8%. 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 2015, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%⁶. El dinamismo de la demanda, bajo supuesto de una adecuada gestión, debiera favorecer el mantenimiento de los márgenes en el largo plazo (aunque, podría ser, con niveles inferiores a los observados en el pasado).

Experiencia y formación de los equipos profesionales: El equipo profesional de **Clínica Las Condes** cuenta con elevada experiencia operativa, con diversidad de especializaciones en materia de salud y reconocimiento del mercado de sus cuadros médicos, lo cual actúa positivamente en la buena imagen de la entidad.

Factores de riesgo

Concentración geográfica en la generación de los flujos: Prácticamente, la totalidad de los flujos que genera **Clínica Las Condes** se concentran en un emplazamiento de la comuna de Las Condes (la contribución de los centros de Chicureo y de Peñalolén son reducidos en términos relativos). De esta forma, cualquier siniestro, ya sea ocasionado por fenómenos naturales o provocados, que afecte directamente a estos inmuebles o el acceso a los mismos, repercutiría negativamente en los flujos de la entidad. Sin embargo, este riesgo se encuentra aminorado por el hecho que la compañía cuenta con seguros por lucro cesante.

Propiedad atomizada: La estructura de propiedad de la compañía se encuentra bastante desconcentrada. No presenta accionistas de carácter controlador y el principal de ello mantiene un 17,27% de la propiedad. De esta forma, la gobernabilidad de la institución requiere de un sólido gobierno corporativo que atenúe en forma eficaz los riesgos operativos y de reputación.

Asimismo, la compañía no cuenta con un grupo controlador que posea fortaleza financiera en caso de que el emisor necesite aportes rápido de capital (obviamente siempre es posible acceder a aumentos de capital, pero se estima que la probabilidad de éxito aumenta cuando exista un controlador financieramente sólido). Se entiende que ello no es un riesgo en sí mismo, pero se diferencia de otras entidades que si disponen de controladores con alta capacidad para inyectar capital.

Consolidación de las inversiones: Durante 2014, Clínica Las Condes inició un plan para duplicar su superficie construida, y con ello la empresa presenta, aun cuando en menor cuantía que en períodos anteriores, activos que están en procesos de ejecución, consolidación y madurez en términos de ingresos. A lo anterior, se suma la finalización del centro médico de Clínica Las Condes en la comuna

⁵ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2017. Datos a 2017 (<https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>)

⁶ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

de Peñalolén. La clasificación supone que estas inversiones lograrán rentabilidades similares a las que exhibió la empresa en el pasado.

Concentración de deudores: En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, el 92,2% de los ingresos de **Clínica Las Condes** proviene de las isapres abiertas, mientras que el 7,8% desde Fonasa, esto 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 precisar 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 todo, la experiencia reciente ha mostrado que la regulación, por si misma, no asegura la solvencia de las isapres).

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 información de la Asociación gremial de Clínicas de Chile A.G.⁷, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2016 había un total de 38.362 camas a nivel nacional, de las cuales 6.914 corresponden a camas disponibles en clínicas privadas (18 % de la oferta total de camas). Esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital (para mantener la posición relativa en el sector), con el considerando que las 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. Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y la rápida obsolescencia de los equipos médicos.

Antecedentes generales

Historia

Clínica Las Condes nació en 1978, por iniciativa de un conjunto de médicos, de distintas especialidades, con el propósito de desarrollar un hospital de excelencia. De esta forma, en junio de 1979, se constituye **Clínica Las Condes S.A.**

⁷ Fuente: http://www.clinicasdechile.cl/wp-content/uploads/2016/03/Dimensionamiento-2016_2-.pdf

Así, el 27 de diciembre 1982 se da inicio a las actividades en la clínica, la que comenzó con una superficie de 15.185 metros cuadrados, con 83 profesionales médicos, 123 camas habilitadas y siete pabellones; actualmente cuenta con 228.557 metros cuadrados, 805 médicos, 365 camas y 18 pabellones.

La compañía desarrolla actividades tanto de tipo hospitalario como ambulatorio, entre las que figuran:

- Hospitalización médica y quirúrgica.
- Unidades de cuidados intensivos e intermedios de adultos, pediatría y neonatología.
- Pabellones quirúrgicos.
- Recuperación post operatoria.
- Laboratorios clínicos.
- Radiología
- Tomografía computarizada.
- Resonancia magnética.
- Radioterapia.
- Medicina nuclear.
- Ecotomografía.
- Hemodiálisis.
- Procedimientos y consultas ambulatorios de, prácticamente, todas las ramas de la medicina.
- Servicio de urgencia

En 2007 comenzaron las operaciones de la compañía de Seguros CLC S.A., filial del emisor, que comercializa, principalmente, seguros complementarios de salud y que, además de sus objetivos propios, contribuye con un flujo de clientes a la clínica, sobre todo hacia aquellas áreas que generan mayores márgenes para la entidad.

Propiedad y administración

Directorio y ejecutivos

A marzo de 2019, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Andres Navarro Haeussler	Presidente
Francisco Javier Silva Donoso	Director
Miguel Ortiz Fuentes	Director
Carlos Schnapp Scharf	Director
Alfredo Misraji Trajtman	Director

Alejandro Quintana Hurtado	Director
Luis Manuel Rodriguez Cuevas	Director
Jorge Rufs Bellizzia	Director
Alberto Eguiguren Correa	Director

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

Nombre	Cargo
Jaime Mañalich Muxi	Gerente General
Guillermo Gajardo Porra	Controlador
May Chomali Garib	Director Médico
Isabel Paris Santa María	Gerente de Personas
Luis Cantera Campos	Gerente de Administración y Finanzas
Jaime Hagel Cabrera	Gerente de Operaciones
Alejandro Meyer	Gerente Comercial
Helen Sotomayor Peragallo	Gerente de Tecnologías de la Información
Marcelo Osvaldo Galvez Moya	Director Académico

Accionistas

La propiedad del emisor está concentrada en un 50%, aproximadamente, en el equipo médico. No existen en la sociedad accionistas que tengan la calidad de controladores.

Los principales accionistas de **Clínica Las Condes** se presentan a continuación:

Nombre	% de propiedad
Inversiones Santa Filomena Limitada	17,27%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	8,48%
Fondo de Inversión privado LLaima	6,73%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,53%
Siglo XXI Fondo de Inversión	5,18%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	3,52%
Inmobiliaria CONOSUR LTDA.	3,07%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	2,56%
Credicorp Capital Corredora de Bolsa S.A.	2,48%
Fondo de Inversión Santander Small CAP	2,28%
BTG Pactual Chile Corredores de Bolsa S.A.	2,03%
Inversiones Gami SPA	1,81%
Otros	38,06%

Modelo médico

El modelo médico de **Clínica Las Condes** se basa en entregar un servicio de salud integral, de alta complejidad e innovación tecnológica. De esta forma, la clínica, en el contexto nacional, cuenta con infraestructura de punta y un equipo médico altamente capacitado en sus respectivas especialidades. **Clínica Las Condes** ha acreditado internacionalmente la calidad y seguridad de sus atenciones de salud, durante tres procesos consecutivos, ante Joint Commission International.

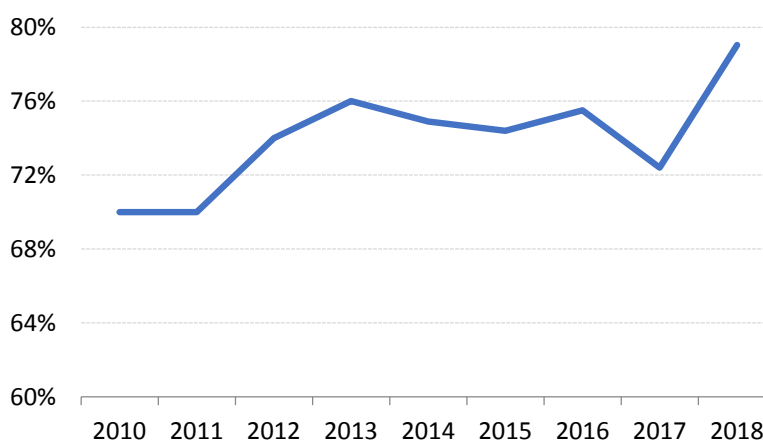
Para llevar a cabo el modelo médico, la empresa y sus filiales desarrollan sus actividades en cinco áreas de negocios:

Servicio de hospitalización

Dedicada a la atención de casos de alta complejidad. Esta área incluye los servicios de hospitalización, pabellón y recuperación, siendo la principal fuente de ingresos para **Clínica Las Condes**.

Cuenta con 313 camas habilitadas y 18 pabellones. Además, a diciembre de 2018, contó con una ocupación promedio de 79,5%, tal como se muestra en la Ilustración 1.

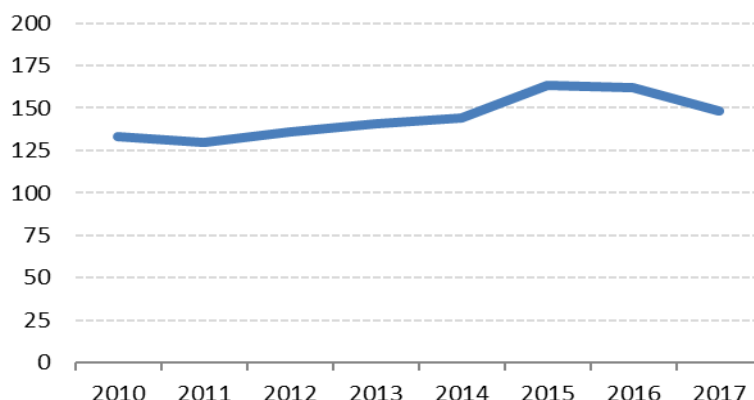
Ilustración 1
Evolución de la ocupación
(%. 2010-2018)



Servicio de urgencia

El servicio de urgencia cuenta con dos salas de resucitación cardiopulmonar avanzada y 44 salas multifuncionales y once salas para la atención traumatológica de pacientes con convenio escolar. Durante 2018, el servicio de urgencia realizó 146.401 atenciones médicas las que se efectuaron físicamente en Las Condes, Chicureo y La Parva, cuya evolución en el tiempo se muestra en la Ilustración 2.

Ilustración 2
Evolución de las atenciones de urgencia
(Miles. 2010-2018)

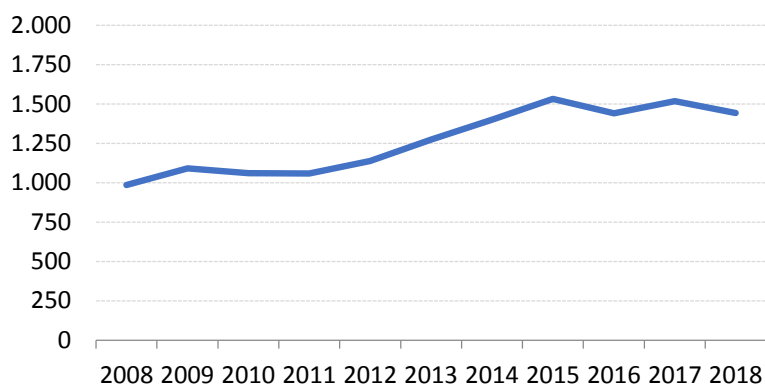


Servicio de diagnóstico y apoyo clínico

En esta área incluye los exámenes, procedimientos ambulatorios y el centro clínico del cáncer, el que ha crecido en el tiempo con una tasa de ocupación mayor a 80% y ofrece a los pacientes un cuidado integral y multidisciplinario en áreas como radioterapia, cuidados paliativos y oncología médica.

Durante 2018, Clínica Las Condes realizó cerca de 1,4 millones de exámenes de laboratorio, cuya trayectoria en el tiempo se muestra en la Ilustración 3.

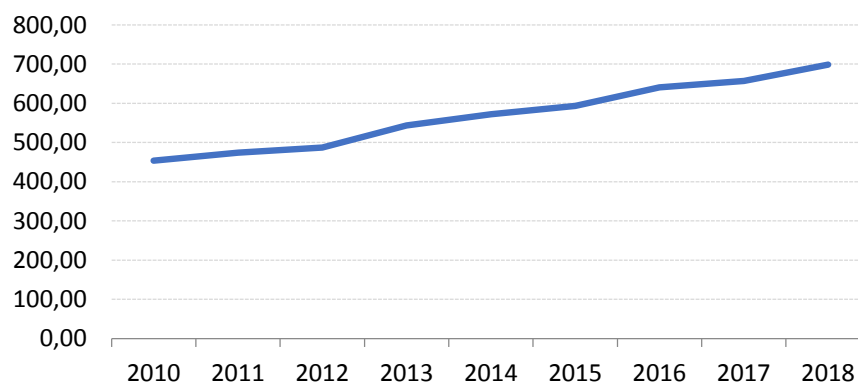
Ilustración 3
Evolución de los exámenes de laboratorios realizados
(Miles. 2010-2018)



Servicio de consultas médicas

Esta área de servicios es de gran importancia para la clínica, puesto que genera un alto flujo de pacientes hacia las otras unidades. Durante 2018 se tuvo 698.748 consultas médicas, tal como se muestra Ilustración 4.

Ilustración 4
Evolución de las consultas médicas
(Miles. 2010-2018)



Planes especiales

La clínica, por medio de su filial, ha desarrollado una serie de planes de seguros que ayudan a cubrir las diferentes necesidades de los pacientes; principalmente, seguros complementarios, planes de medicina preventiva y programas especiales de fidelización del cliente.

Así, la compañía, como grupo, participa en la industria de seguros de vida individuales; entre los productos que ofrece están el Seguro Escolar Colectivo, Gastos Médicos Mayores, Seguro de Maternidad y el Seguro Familia, entre otros. A través de esta filial permite atraer y fidelizar un flujo importante de clientes hacia otras áreas de la clínica.

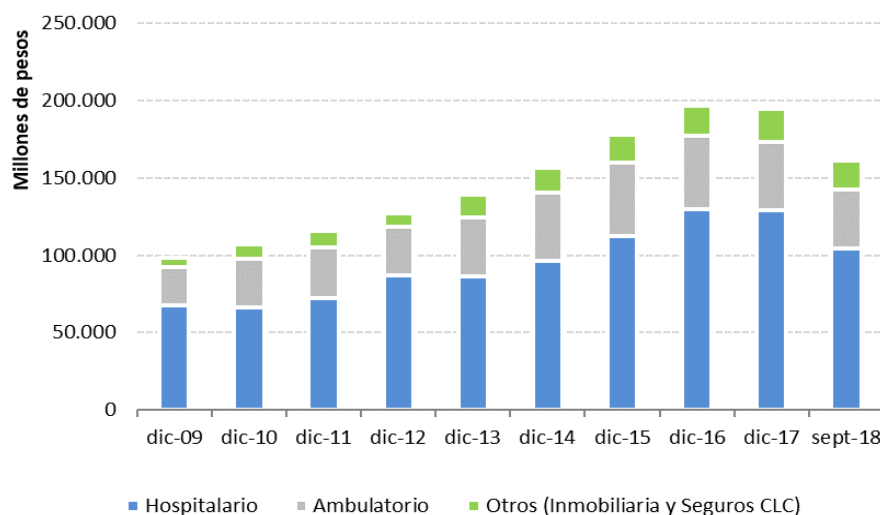
Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

A septiembre de 2018, los ingresos consolidados de **Clínica Las Condes** alcanzaron los \$ 161.161 millones, lo que significó un aumento de 7,7% respecto de septiembre 2017. Esto se ve explicado por el aumento en los ingresos de todos los segmentos hospitalario, ambulatorio y otros (inmobiliaria y seguros), los que aumentaron un 4%, 15,3% y 14,5% respectivamente.

Los ingresos del emisor se generan, principalmente, en el área hospitalaria la que entre diciembre de 2009 y septiembre de 2018 ha aportado en promedio el 64,7% a los ingresos del emisor, seguido por el área ambulatoria que en promedio ha generado el 25,7%. Mientras que el área otros –el que incluye a los ingresos por arriendo de estacionamientos y oficinas, más el rubro de seguros– ha aportado en promedio el 9,6% de los ingresos del emisor, tal como se muestra en la Ilustración 5..

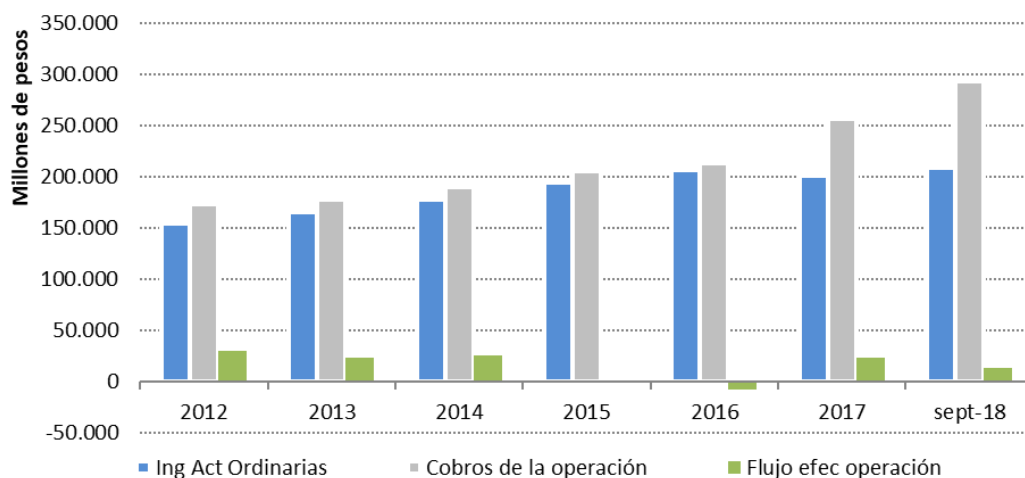
Ilustración 5
Ingresos según segmento
(Millones de pesos. 2009-Sept 2018)



La compañía exhibe un margen EBITDA, respecto a los ingresos de la entidad, decreciente en el tiempo llegando a diciembre de 2017 a un 2,9% (10,3% a diciembre de 2016), el cual a septiembre de 2018 ha tenido una recuperación llegado a un 10% (3,6% en septiembre de 2017). El EBITDA ha representado, en promedio entre diciembre de 2009 y septiembre de 2018, un 16,5% de los ingresos. La caída en 2017 en el margen EBITDA se debió, por una parte, a la puesta en marcha de la ampliación de las instalaciones de la clínica, y, por otra, a los costos y gastos asociados a la reestructuración implementada en ese año. La recuperación del margen EBITDA en 2018 se debe principalmente a la eficiencia exhibida en costos y gastos.

El flujo de efectivo de la operación, que había sido negativo en el período 2015-2016, se revirtió en la observación a diciembre de 2017, debido principalmente al incremento de los cobros provenientes de la operación. A septiembre de 2018 el flujo de efectivo de la operación sigue siendo positivo.

Ilustración 6
Evolución de los ingresos, cobros y flujos de la operación
(Millones de pesos. 2009-Sept 2018)

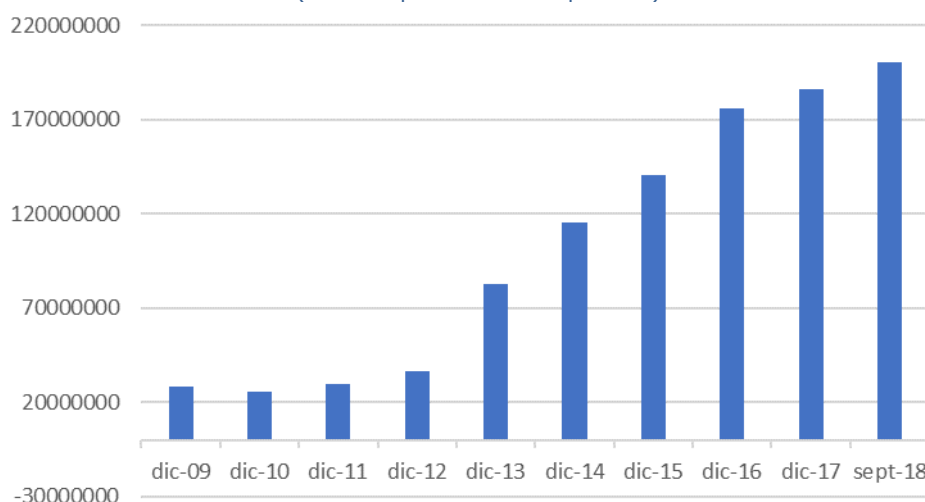


Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Clínica Las Condes** escaló un 7,4% durante septiembre de 2018, alcanzando \$200.795 millones (\$182.056 millones en diciembre de 2017).

El 95,7% de la deuda financiera corresponde a pasivos por emisión de bonos, mientras que el 3,2% a obligaciones con bancos y el restante 1,1% corresponde a arrendamiento financiero, esto producto del refinanciamiento de la deuda que realizó la Compañía en 2018.

Ilustración 7
Evolución de la deuda financiera
(Miles de pesos. 2009-Sept 2018)

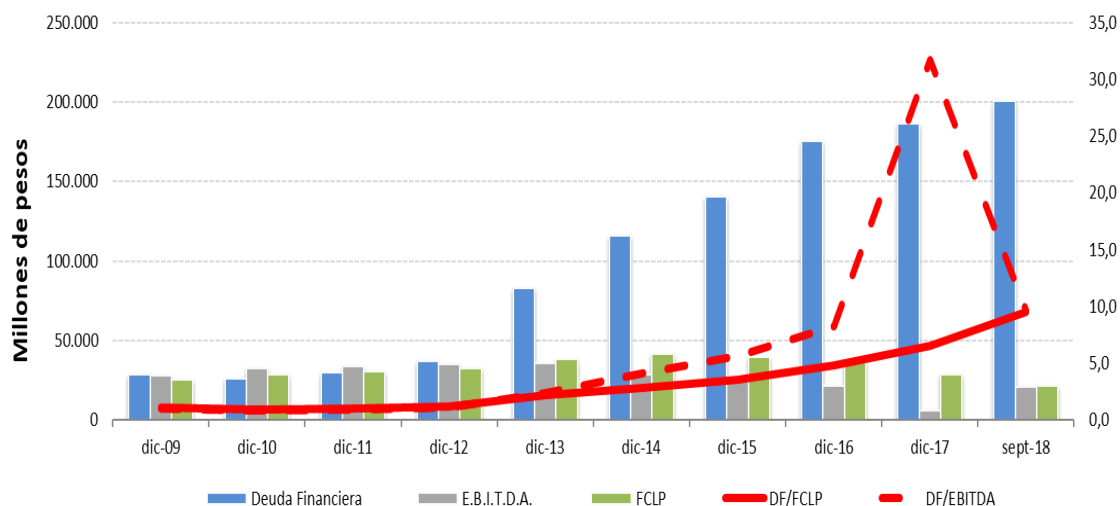


Producto de la recuperación en el EBITDA a septiembre de 2018, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA, comparada con septiembre de 2017, decreció desde 25,8 a 9,6 veces, pese al alza de la deuda financiera. Asimismo, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP⁸) escaló a 9,5 veces a septiembre de 2018, mientras que a igual mes de 2017 fue de 6,6 veces. A futuro, con la consolidación y madurez de los flujos de los activos que se encuentran en etapa de ejecución por el plan de expansión y la madurez del centro médico en Peñalolén, así como la consolidación de las medidas tendientes a reducir costos y gastos que significarán un incremento en la capacidad de generación de flujos, se esperaría que los niveles relativos de endeudamiento se reviertan a valores inferiores a la actualidad (asumiendo que las otras variables se mantienen constantes).

La Ilustración 8 muestra la evolución de los indicadores:

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.

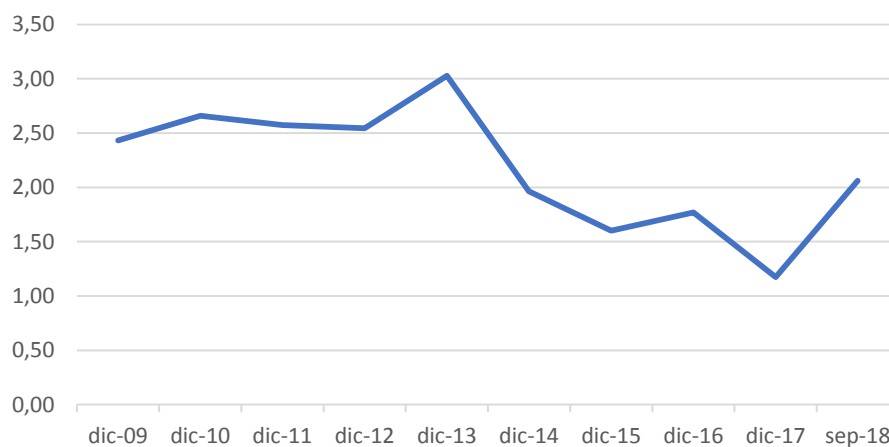
Ilustración 8
Evolución de la deuda financiera frente al FCLP y EBITDA
(Millones de pesos. 2009-Sept 2018)



Durante el segundo semestre de 2018 se observa un importante aumento en el EBITDA, que de mantenerse en el largo plazo, sin cambio en los niveles de deuda, llevaría a una relación de deuda financiera ebitda en torno a las 5,93 veces.

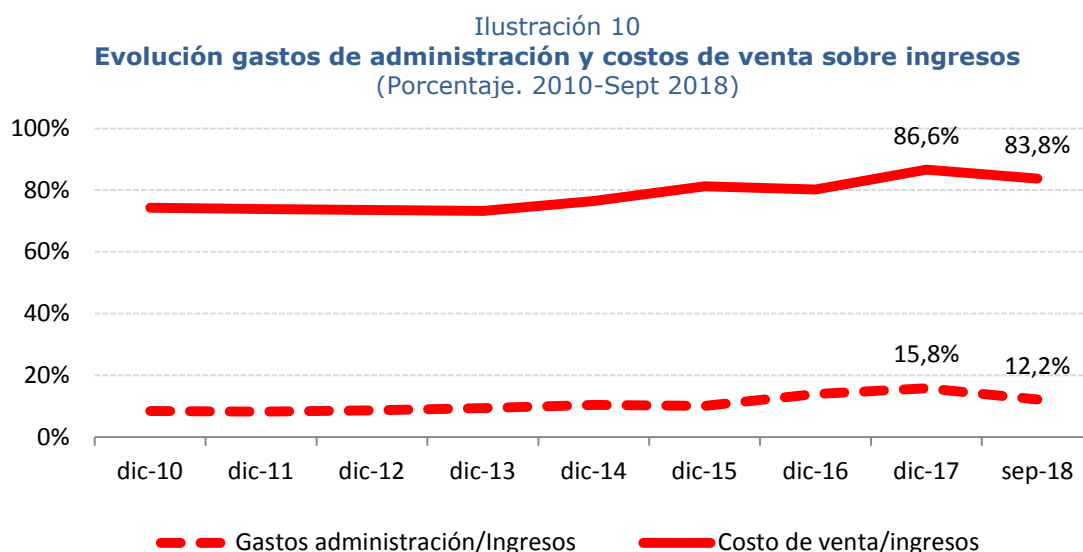
La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), aumentó a 2,06 veces en septiembre de 2018 (1,43 veces en septiembre de 2017). La Ilustración 9, presenta la evolución de la liquidez:

Ilustración 9
Evolución razón circulante
(Veces. 2009-Sept 2018)



Evolución de la rentabilidad y eficiencia

Producto del alza en remuneraciones, así como el plan de reestructuración de la compañía implementado en 2017, que significó incurrir en gastos no recurrentes por \$6.297 millones, la clínica registró un incremento en el costo de venta y de los gastos de administración como porción de los ingresos para ese periodo. De este modo, estos indicadores registran un alza en los dos periodos anteriores (2016 y 2017) de evaluación, lo que se ve revertido a septiembre de 2018 donde los gastos y costos de ventas se redujeron por una mayor eficiencia de la compañía. El primer indicador, costo de venta sobre ingresos, finalizó en 83,6% en septiembre de 2018 y ha promediado, en los últimos cinco años, un valor igual a 80,6%. Mientras que el segundo indicador, gastos de administración sobre ingresos, finalizó en 12,2% en septiembre de 2018, promediando un 12,1% en los últimos cinco años, tal como se muestra en la Ilustración 10.



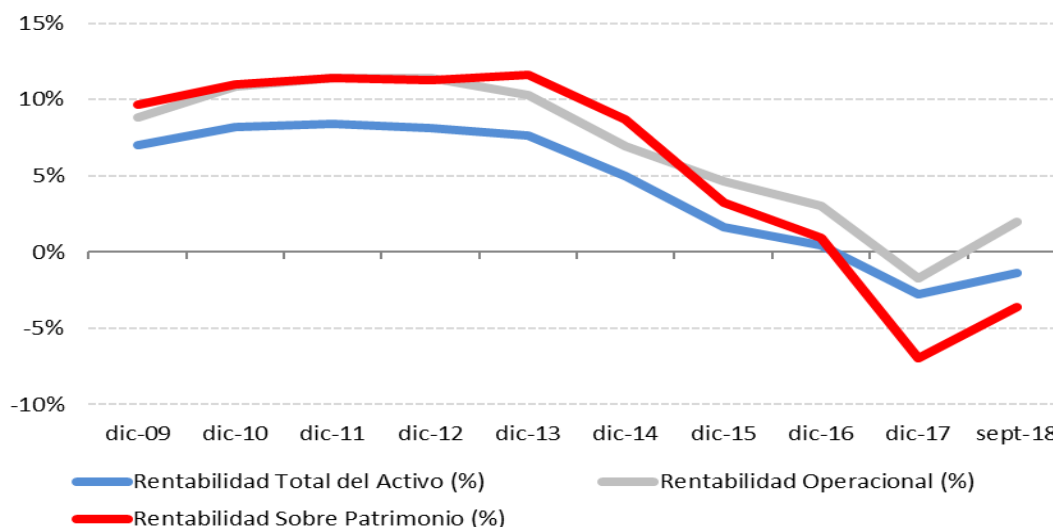
Por las razones señaladas anteriormente, tanto la rentabilidad operacional⁹ como la rentabilidad sobre el patrimonio¹⁰ y la rentabilidad del activo¹¹ exhibieron mejoras en sus registros a septiembre de 2018, pero aun así tanto la rentabilidad sobre patrimonio (-3,6%) como la rentabilidad del activo (-1,4%) presentaron valores negativos a septiembre de 2018, no así la rentabilidad operacional (2%) que logra un valor positivo, tal como se presenta en la Ilustración 11.

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 del ejercicio sobre activos totales promedio.

Ilustración 11
Evolución rentabilidades
(Porcentaje. 2009-Sept 2018)



Perfil de pago de la deuda y generación de flujos¹²

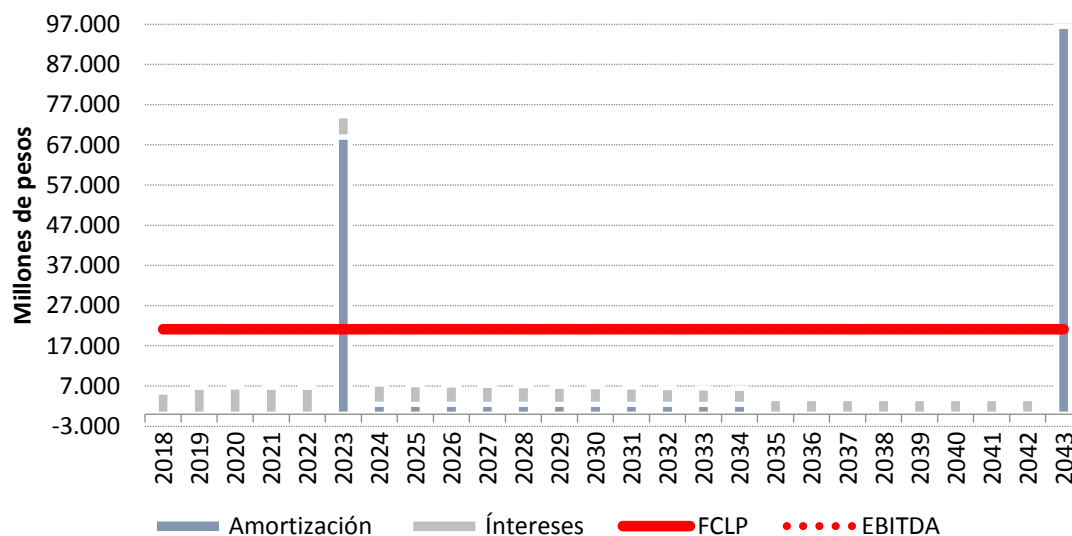
En el pasado, **Clínica Las Condes** presentó una rentabilidad de los activos superiores a los registrados en los últimos dos años. A modo de ejemplo, en 2009 este indicador, de acuerdo con la metodología de **Humphreys**¹³, fue de 12%. Entre 2010 a 2013 superó el 13,0%, en 2014 cayó a 11,7%, mientras que desde comienzos de 2015 a la fecha este indicador disminuyó hasta situarse bajo el 10%. A diciembre de 2017, llegó incluso a un 2,2%, para lograr un aumento a 5,2% en septiembre de 2018, produciendo un incremento del 123% con respecto al mismo periodo de 2017 (2,3%).

Lo anterior, en parte, tiene su explicación en las nuevas inversiones que ha realizado la compañía en los últimos ejercicios, como la expansión de la clínica y el nuevo centro médico en Peñalolén, activos cuyos flujos aún están en etapa de consolidación, así como el proceso de reestructuración de la clínica, que significó mayores costos y gastos en el período más reciente. De esta forma, el indicador de Flujo de Caja de Largo Plazo del emisor (FCLP), que refleja el rendimiento histórico de la compañía, y no sólo de un año en particular, se muestra suficiente para dar cumplimiento al vencimiento anual de la deuda, a excepción de los pagos contemplados durante 2023 y 2043, los cuales deberían ser refinanciados, al menos, parcialmente. El perfil de vencimientos que se muestra en la Ilustración 12 considera la emisión de bonos para reestructuración de deuda realizado en el mes de abril de 2018.

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

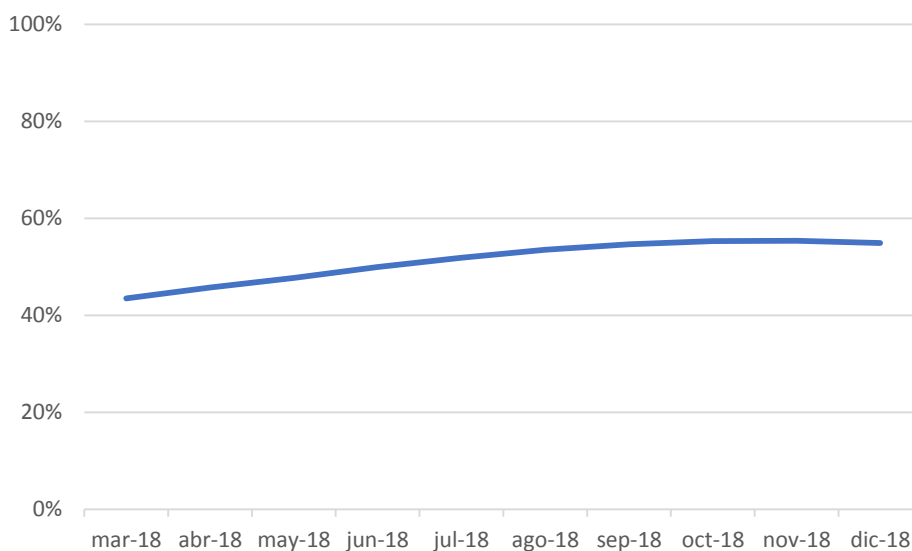
¹³ Este indicador mide la rentabilidad de los activos sobre la base del flujo de caja de la empresa, antes de dividendos e inversiones, asumiendo ausencia de deuda y, por ende, de gastos financieros (lo que implica ajuste en el pago de impuestos)

Ilustración 12
Evolución perfil de amortizaciones
(Millones de pesos)



Acciones

La presencia promedio de los títulos accionarios ha presentado una leve tendencia creciente en el último año, alcanzando a diciembre de 2018 un valor de 54,9%.



Covenants de las líneas de bonos

Covenants líneas de bonos Serie B			
	Definición	Límite	31-12-2018
Nivel de endeudamiento financiero	Obligaciones financieras/Patrimonio total	Menor a 1,4 veces	1,4 veces
Patrimonio mínimo	Total patrimonio	Mayor a \$124.687 millones	\$ 145.624 millones

Covenants líneas de bonos Serie F			
	Definición	Límite	31-12-2018
Nivel de endeudamiento financiero Neto	Obligaciones financieras/Patrimonio total	Menor a 1,4 veces	1,23 veces
Activos Libre de Gravámenes	Monto Insoluto de la Deuda financiera	Mayor a 1,2	1,35 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 Comisión para el Mercado Financiero 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."