



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de  
Clasificación y Tendencia**

A n a l i s t a s

Carlos García B.

José Manuel Elespuru P.

Tel. (56) 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

jose.elespuru@humphreys.cl

## Clínica Las Condes S.A.

Marzo 2020

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 y bonos Tendencia	A- Estable <sup>1</sup>
Acciones (LAS CONDES) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 <sup>2</sup> Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2019 <sup>3</sup>

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	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos totales	178.053.963	196.472.531	194.919.741	219.400.041	226.193.784
Costo de ventas	-144.723.022	-157.555.054	-168.554.883	-173.075.415	-178.247.723
<b>Margen bruto</b>	<b>33.330.941</b>	<b>38.917.477</b>	<b>26.364.858</b>	<b>46.324.626</b>	<b>47.946.061</b>
Gastos de administración	-18.063.188	-27.398.075	-30.835.256	-24.781.735	-27.353.454
<b>Resultado operacional</b>	<b>15.267.753</b>	<b>11.519.402</b>	<b>-4.470.398</b>	<b>21.542.891</b>	<b>20.592.607</b>
Costos financieros	-4.113.405	-6.039.527	-7.260.269	-12.122.054	-8.610.047
Utilidad del ejercicio	5.270.344	1.500.249	-1.810.203	3.867.676	4.653.578
EBITDA	23.088.689	20.216.028	5.908.347	34.930.078	35.206.567

<sup>1</sup> Tendencia anterior: En Observación.

<sup>2</sup> Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 2.

<sup>3</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 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	2015	2016	2017	2018	2019
Activos corrientes	93.291.662	120.612.834	128.303.355	143.068.232	143.065.714
Activos no corrientes	236.950.980	255.669.866	275.573.574	276.868.169	276.364.940
<b>Total activos</b>	<b>330.242.642</b>	<b>376.282.700</b>	<b>403.876.929</b>	<b>419.936.401</b>	<b>419.430.654</b>
Pasivos corrientes	58.291.126	68.225.400	101.449.214	69.045.818	60.011.235
Pasivos no corrientes	114.086.995	147.887.187	153.111.102	205.266.036	211.380.730
<b>Pasivos totales</b>	<b>172.378.121</b>	<b>216.112.587</b>	<b>254.560.316</b>	<b>274.311.854</b>	<b>271.391.965</b>
Patrimonio	157.864.521	160.170.113	149.316.613	145.624.547	148.038.689
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>330.242.642</b>	<b>376.282.700</b>	<b>403.876.929</b>	<b>419.936.401</b>	<b>419.430.654</b>
Deuda financiera	130.913.843	168.522.951	182.056.102	204.464.300	205.503.110

## 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 8,4%<sup>4</sup> del total de oferta de camas y está posicionada como una de las clínicas líderes en innovación, complejidad y tecnología de Latinoamérica.

A diciembre de 2019, **Clínica Las Condes** generó ingresos por \$226.194 millones (US\$ 302,1 millones<sup>5</sup>) y un EBITDA de \$35.207 millones (US\$ 47 millones). Al cuarto trimestre del año pasado, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$205.503 millones (US\$ 274,5 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 148.039 millones (US\$ 197,7 millones).

La modificación del *rating* asignado a los títulos accionarios, desde "Primera Clase Nivel 2" a "Primera Clase Nivel 3", responde a la disminución de la liquidez bursátil de las acciones.

El retiro de la tendencia "En Observación" para la clasificación de los bonos, obedece a que el proceso de ajuste de *covenant* por parte de la compañía se encuentra en sus etapas finales.

Por otra parte, en relación con el *shock* económico provocado por la crisis sanitaria, se espera para la compañía, en una primera instancia, una reducción de los flujos producto de una disminución abrupta en todas las prestaciones no asociadas al coronavirus; pero parcialmente compensado por las atenciones

<sup>4</sup> Fuente: Clínicas de Chile, Memoria Gestión 2018.

<sup>5</sup> Tipo de cambio utilizado \$748,74/US\$ al 02/1/2020.

permanentes relativas a la pandemia. Los déficits de caja que pudieren producirse serían abordables por la empresa. Además, para el segundo semestre, cuando se comience a normalizar la situación del país, se esperaría un número importante de consultas médicas, exámenes y operaciones (que repercutirán favorablemente en la rentabilidad del negocio).

Para efecto de la clasificación de los bonos de la compañía, se ha tenido en consideración que la deuda financiera sobre Ebitda, según los últimos estados financieros, ascendió a 5,5 veces y que el ratio de **Humphreys**, deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo (FCLP), asciende a 9,7 veces.

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 prestador médico de alta complejidad. De esta forma, la clínica es capaz de entregar 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 suministradas. 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, en particular médicos.

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 de 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).

Otro elemento que a juicio de la clasificadora se considera favorable, es que **Clinica Las Condes** cuenta con un accionista principal, lo cual refuerza el gobierno corporativo y le permite tener una línea definida en cuanto a la visión del modelo de negocios y estrategias comerciales a futuro.

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.

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 la categoría asignada considera que la clínica pertenece a una industria que está bajo un elevado 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 **CLC** no está ajena a riesgos regulatorios, con posibles efectos en costos o ingresos. En el largo plazo, tampoco se debe descartar un incremento en la inversión pública dentro del sector y una mejora en la calidad del servicio.

Además, la industria en la que está inmersa **Clínica Las Condes** no está exenta 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, que a enero de 2020 alcanza un nivel de presencia igual a 44,02%.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría aumentar en la medida que se siga incrementando la capacidad de generación de flujos de la empresa, reduciendo la deuda según lo programado o, en su defecto, mateniéndola relativamente estable en el tiempo.

Para la mantención de la clasificación de los bonos, se requiere que la sociedad no deteriore en forma importante los márgenes del negocio. También se espera aumentos relevantes en el pasivo financiero.

## 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.
- Experiencia de equipos profesionales.

### 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.

## Hechos relevantes

### Resultados a diciembre de 2019

Durante 2019, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 226.194 millones, lo que representó un crecimiento de 3,1% respecto a igual período del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$178.248 millones, implicando un incremento de 3,0% respecto de diciembre de 2018, lo que se explica principalmente por el aumento en costos de materiales, medicamentos y remuneraciones. De esta forma, el margen bruto sobre ingresos de la compañía aumentó desde 21,1%, en diciembre de 2018, a un 21,2%, en diciembre de 2019. A su vez, los gastos de administración muestran un aumento de un 10,4% respecto del mismo periodo del año pasado, esto se debió principalmente a un aumento en los servicios externos.

El EBITDA de la empresa finalizó el año en \$35.207 millones, un 0,8% superior al mismo periodo del 2018, en tanto que la utilidad de la clínica registró un valor positivo de \$ 4.655 millones debido a lo expuesto en los párrafos anteriores.

A diciembre de 2019, la deuda financiera de la compañía fue de \$205.503 millones, lo que corresponde a un alza de 0,5%.

## Definición categorías 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 que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que 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 2019 generó 673.751 consultas médicas, creciendo un 5,7% respecto del año 2018, Además la clínica presenta un 5% del total de camas del sistema de clínicas privadas, si se consideran solo las clínicas privadas de la Región Metropolitana esta cifra llega a 8,4%.

**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 8,9%<sup>6</sup> del PIB, ubicándose ligeramente sobre el promedio de los países de la OCDE, que alcanza a 8,8%, pero muy lejano a países más desarrollados. 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

<sup>6</sup> Base de datos de la OCDE sobre la salud 2018. Datos a 2018 (<https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>)

ha crecido un 168,1%<sup>7</sup>. 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.

**Concentración de deudores:** En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, el 77% de los ingresos del segmento hospitalario y el 48% de los ingresos del segmento ambulatorio de **Clínica Las Condes** proviene de las isapres abiertas, mientras que el 7% y 4% respectivamente 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 estas 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 sí 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.<sup>8</sup>, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2018 había un total de 38.959 camas a nivel nacional, de las cuales 7.304 corresponden a camas disponibles en clínicas privadas

<sup>7</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

<sup>8</sup> Fuente: <http://www.clinicasdechile.cl/wp-content/uploads/2019/05/MEMORIA-CLINICAS-DE-CHILE-2018-FINAL.pdf>



(19% 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

### La compañía

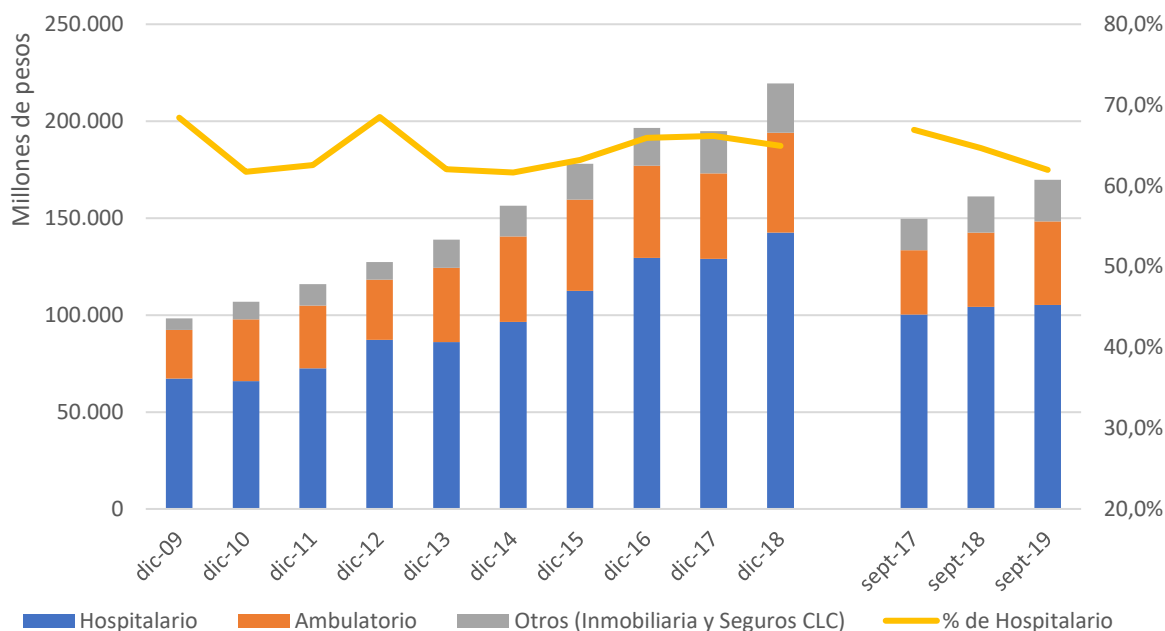
**Clínica Las Condes** se inauguró en 1982, desde ahí que **CLC** ha desarrollado un modelo de negocio que cubre todas las especializadas, incluyendo servicio hospitalario y ambulatorio, y que opera en base a seis filiales : Diagnósticos por Imágenes Ltda. (49,2%), Servicios de Salud Integrados S.A. (99,9%), Prestaciones Médicas Las Condes S.A. (97,0%), Inmobiliaria CLC S.A. (99,9%), Seguros CLC S.A. (99,0%) y Centro de La Visión S.A. (50,1%).

### Composición de los flujos

Para llevar a cabo su modelo de negocios **Clínica Las Condes**, administrativamente, define tres segmentos: hospitalario, ambulatorio y otros. A septiembre de 2019, los ingresos se dividen en un 62,0% para los primeros, 25,4% para los segundos y un 12,6% para los restantes, como se muestra en la Ilustración 1.

Como se puede observar en la Ilustración 1 el porcentaje de los ingresos aportados por el segmento hospitalario han variado entre 68% y 61%.

Ilustración 1  
**Distribución de los ingresos**  
(2009-septiembre 2019)



## Líneas de negocio

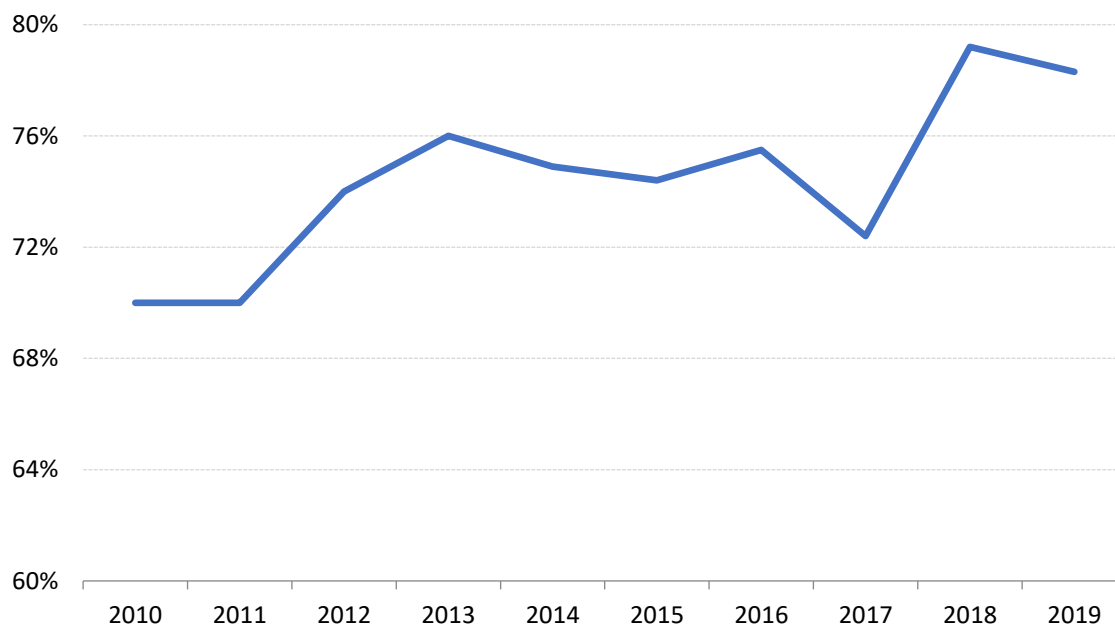
Como se mencionó anteriormente, **Clínica Las Condes** reconoce tres segmentos, Hospitalario, Ambulatorio y Otros, los cuales se explican a continuación:

### Segmento Hospitalario

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 365 camas habilitadas y 18 pabellones. Además, a 2019, contó con una ocupación de 78,3%, tal como se muestra en la Ilustración 2.

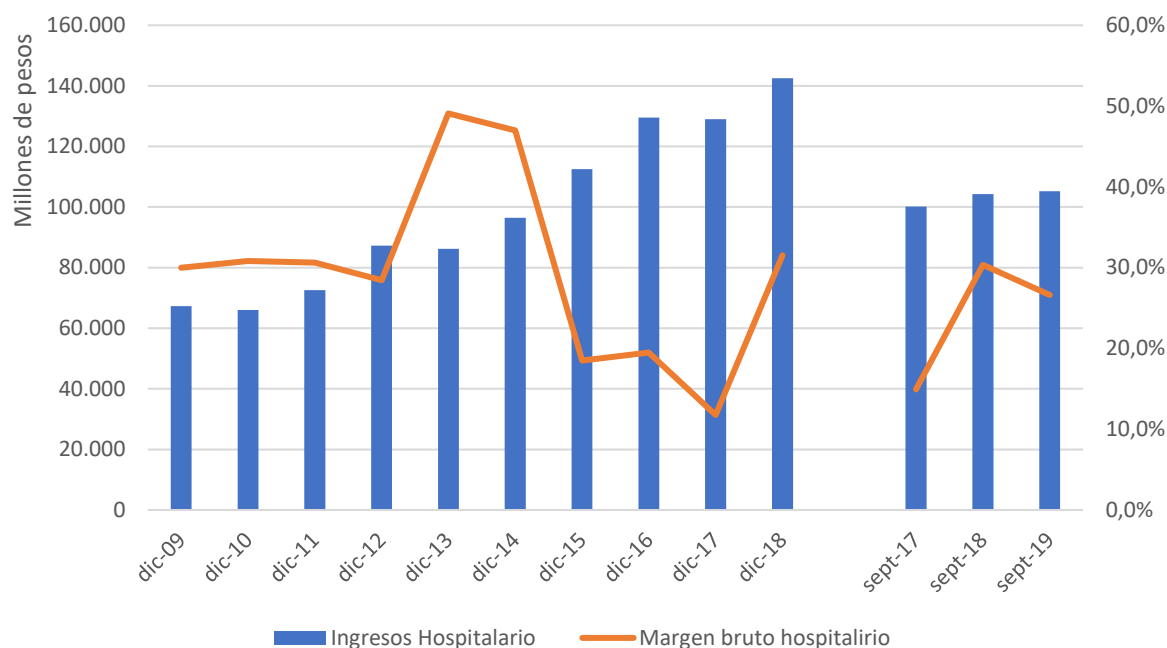
Ilustración 2  
**Evolución de la ocupación**  
(%. 2010-2019)



### **Evolución de ingresos y margen bruto**

Como se muestra en la Ilustración 3, los ingresos de esta línea de negocios han ido al alza en los periodos analizados, llegando a septiembre de 2019 a \$ 105.180 millones, siendo un 0,9% superior a lo presentado en mismo período de 2018. En cuanto al margen bruto, este ha presentado un comportamiento variable en los periodos analizados moviéndose entre 11,6% y 49,1%, llegando a septiembre de 2019 a 26,6%.

Ilustración 3  
**Evolución ingresos y margen bruto**  
(2009-septiembre 2019)



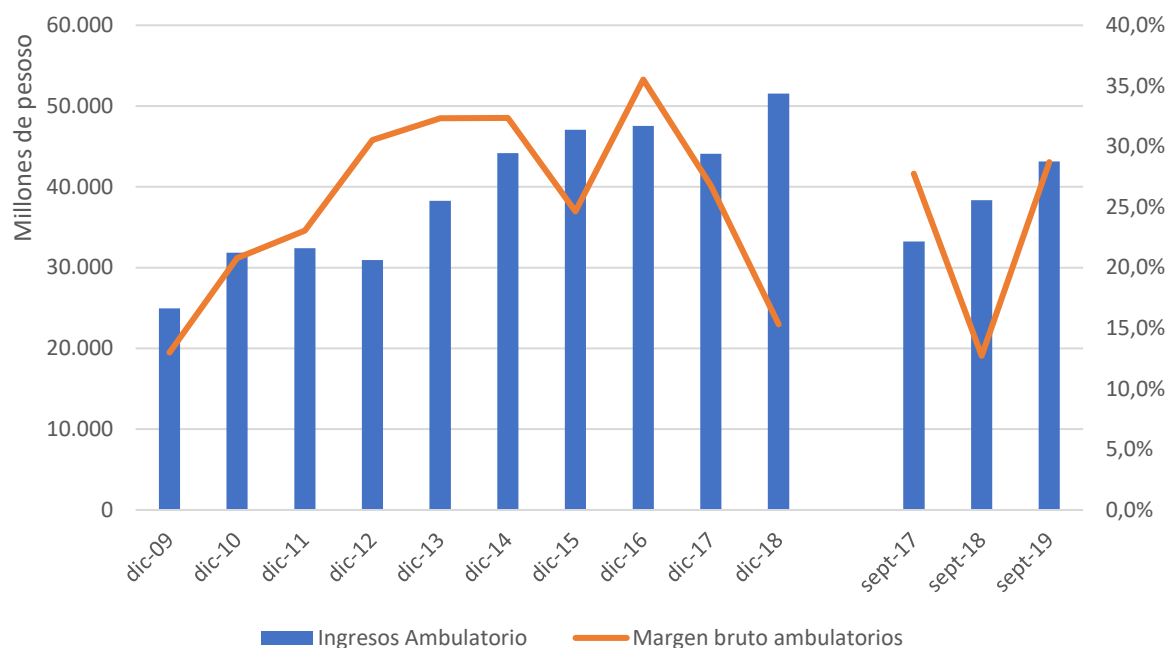
## Segmento Ambulatorio

El segmento ambulatorio corresponde a prestaciones que no involucren la ocupación de días cama y son de carácter transitorio que no superan el día. Este segmento representa a septiembre de 2019 un 25,4% de los ingresos totales de **CLC**.

### Evolución de ingresos y margen bruto

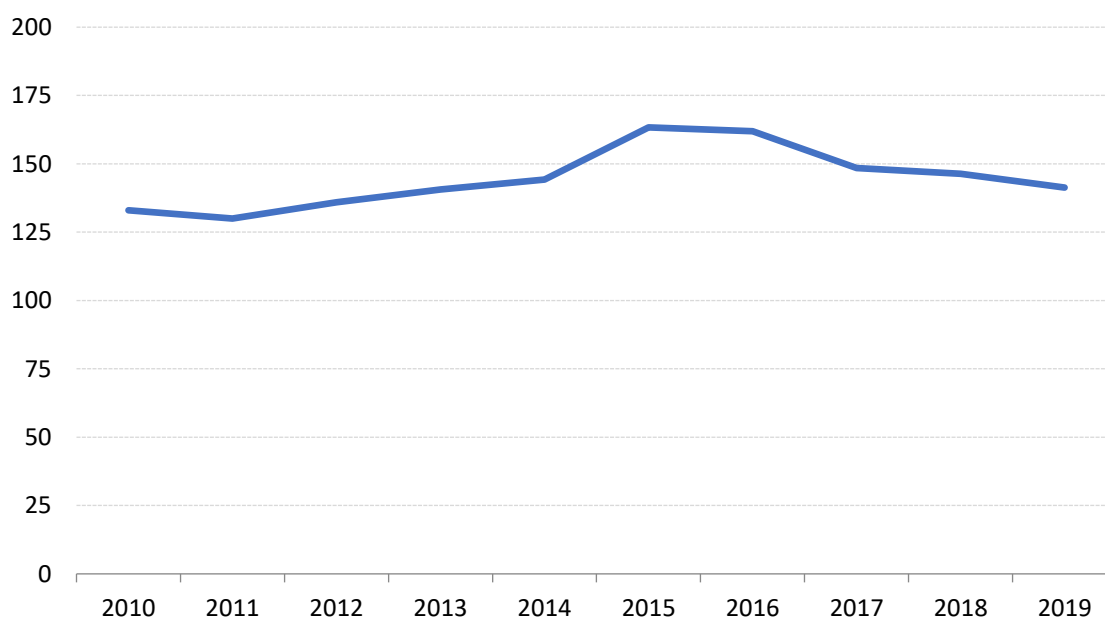
Como se muestra en la Ilustración 4, los ingresos del segmento ambulatorio han ido al alza en los periodos analizados, llegando a septiembre de 2019 a \$ 43.144 millones, siendo un 12,5% superior a lo presentado en mismo período de 2018. En cuanto al margen bruto, este ha oscilado entre 12,7% y 35,5%, siendo un 28,7% a septiembre de 2019.

Ilustración 4  
**Evolución ingresos y margen bruto**  
(2009- septiembre 2019)



En cuanto a las atenciones de urgencias, estas han tenido una leve tendencia a la baja desde 2015 a la fecha, donde durante 2019 se realizaron 141.346 atenciones, un 3,5% inferior a lo presentado en 2018 como observa en la Ilustración 5.

Ilustración 5  
**Evolución de las atenciones de urgencia**  
(Miles. 2010-2019)



En cuanto a las consultas médicas y los exámenes de laboratorios, estos presentan un alza durante los periodos analizados con 673.751 consultas medicas y 1.569.411 exámenes de laboratorios a septiembre de 2019 lo que representa un aumento de un 5,7% y un 9,3% respectivamente, con respecto a 2018.

Ilustración 6  
**Evolución de los exámenes de laboratorios realizados**  
(Miles. 2008-2019)

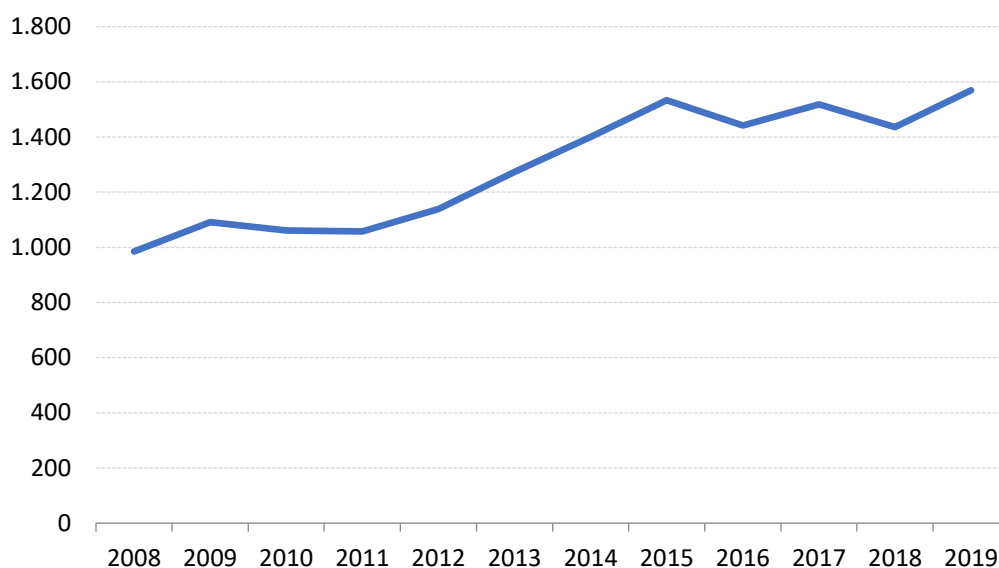
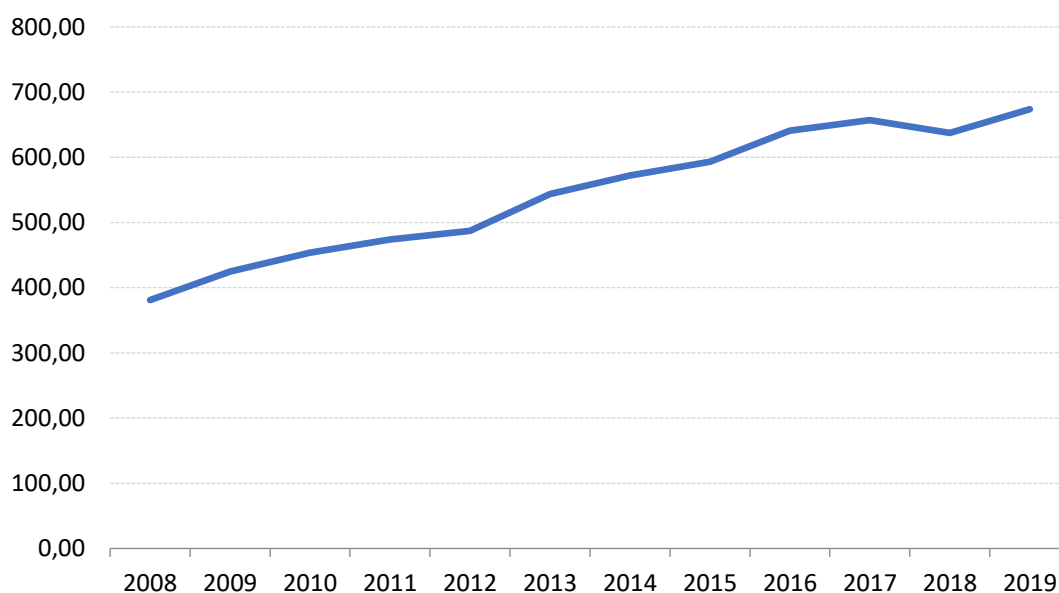


Ilustración 7  
**Evolución de las consultas médicas**  
(Miles. 2010-2018)



## Segmento Otros

Este segmento se compone del negocio inmobiliario y de seguros, los cuales a septiembre de 2019 representan el 12,6% de los ingresos totales de **CLC**.

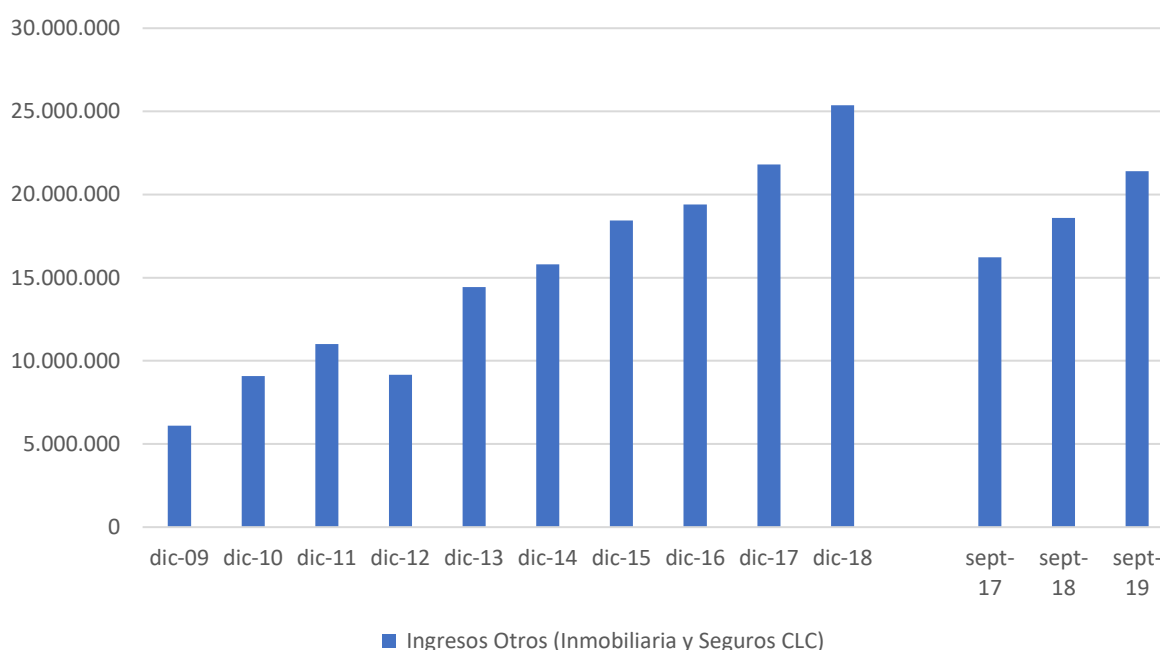
La filial seguros CLC S.A se dedica a la comercialización de seguros individuales y colectivos de salud y accidentes personales, seguros catastróficos, universitarios y seguro de accidentes, entre otros. Esta filial tiene como objeto crear sinergias con la clínica.

La filial Inmobiliaria CLC S.A. se encarga del arrendamiento de estacionamientos e inmuebles.

## Evolución de ingresos

Como se puede ver en la siguiente Ilustración, el segmento Otros ha presentado ingresos en constante crecimiento en los años analizados llegando a septiembre de 2019 a \$ 21.402 millones, siendo un 15,1% superior a lo presentado en mismo periodo del año anterior.

**Ilustración 8**  
**Evolución ingresos segmento Otros**  
(2009-septiembre 2019)

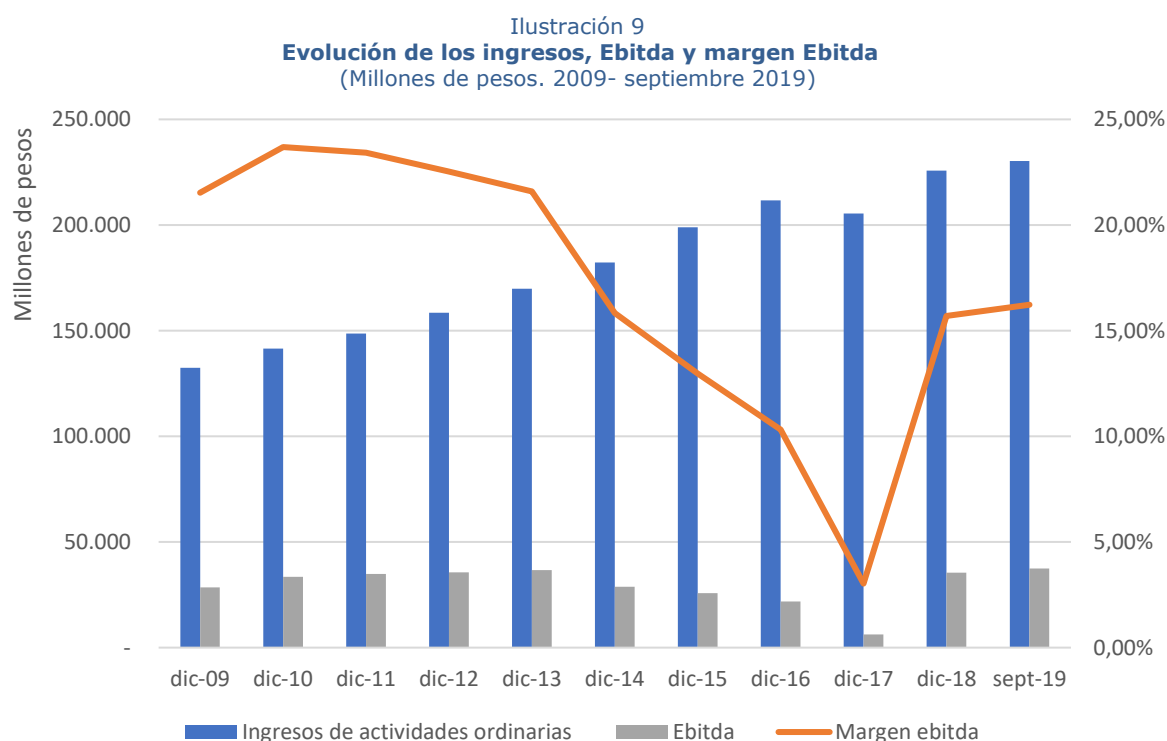


## Análisis financiero

### Evolución de los ingresos y EBITDA

A septiembre de 2019, los ingresos consolidados y anualizados de **Clínica Las Condes** alcanzaron los \$ 230.291 millones, lo que significó un aumento de 7,7% respecto de septiembre 2018. Esto se explica por el aumento en los ingresos de todos los segmentos, hospitalario, ambulatorio y otros (inmobiliaria y seguros), los que aumentaron un 0,9%, 12,5% y 15,1%, respectivamente.

Como se puede ver en la Ilustración 9 los ingresos de la compañía han ido en alza durante todos los periodos analizados, exceptuando 2017. El Ebitda por el contrario ha tenido una baja desde 2013 hasta 2017 donde toma su valor más bajo, para luego tener un repunte y llegar a un Ebitda anualizado a septiembre de 2019 de \$ 37.379 millones, comportamiento similar se observa para el margen Ebitda el que a septiembre de 2019 llega 16,2%.

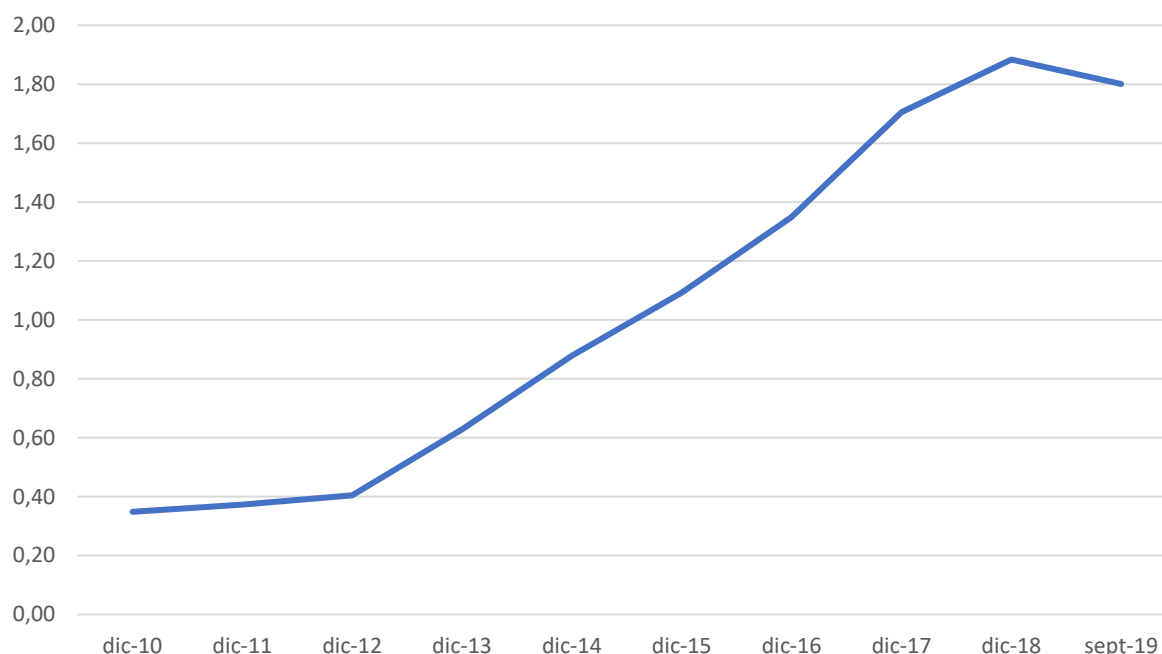


### Evolución del endeudamiento

La razón de endeudamiento de **CLC**, medido como el pasivo total sobre el patrimonio a septiembre de 2019, llegó a 1,80 veces. Como se observa en la siguiente ilustración, hasta 2018 el ratio de endeudamiento presentó una notoria alza, producto de los planes de inversión y crecimiento de la compañía.



Ilustración 10  
**Evolución endeudamiento**  
(veces. 2010-Sept 2019)



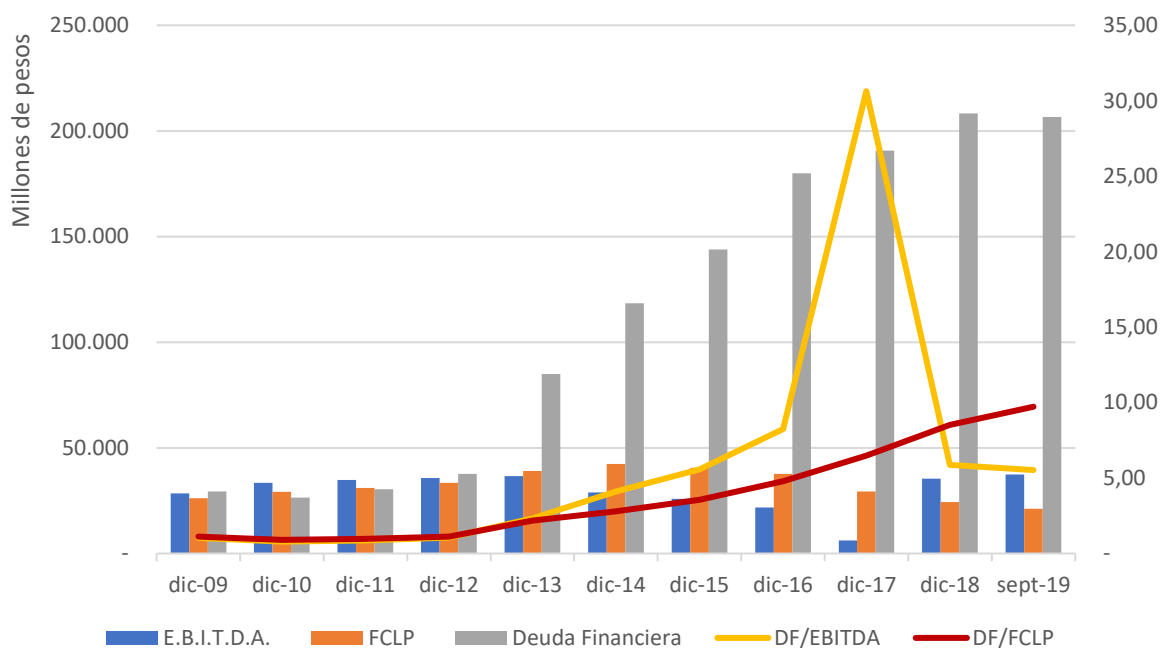
La deuda financiera consolidada de **Clínica Las Condes** a septiembre de 2019 llegó a \$ 206.571 millones, lo que representa una disminución de un 0,82% con respecto a diciembre de 2018.

El 95,2% de la deuda financiera corresponde a pasivos por emisión de bonos, mientras que el 2,8% a obligaciones con bancos y el restante 2,1% a arrendamiento financiero.

Producto del aumento constante de la deuda financiera de la empresa y la caída del Ebitda, en el año 2017, el ratio deuda financiera sobre Ebitda llegó su valor más alto el cual fue de 30,6 veces, actualmente este ratio ha mostrado una mejoría llegando a septiembre de 2019 anualizado a 5,53 veces, producto principalmente de la recuperación del Ebitda por parte de la compañía el cual llegó a \$ 37.379 millones siendo un 5,5% mayor a 2018 y 5 veces mayor a lo presentado a diciembre de 2017. En cuanto al índice deuda financiera sobre Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>9</sup>) presenta un comportamiento más regular producto de la naturaleza del indicador FCLP, este ratio a septiembre de 2019 toma un valor de 9,7 veces.

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

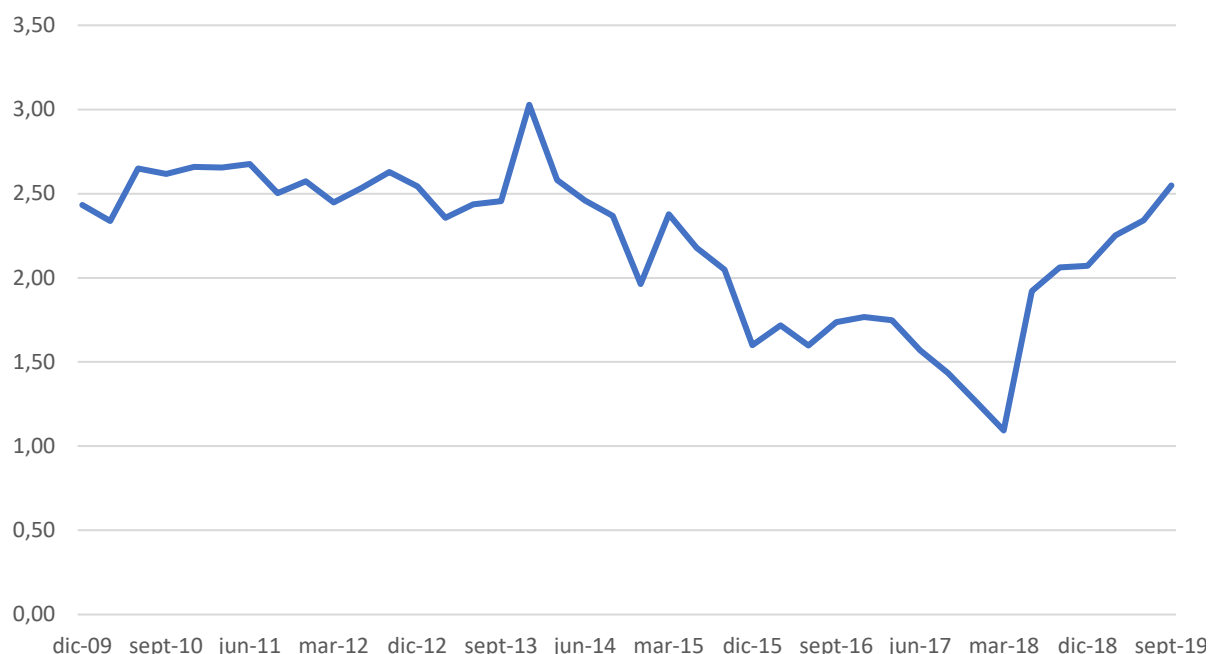
Ilustración 11  
**Evolución de la deuda financiera frente al FCLP y EBITDA**  
(Millones de pesos. 2009- Sept 2019)



## Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), aumentó a 2,55 veces en septiembre de 2019 (2,06 veces en septiembre de 2018). La Ilustración , presenta la evolución de la liquidez.

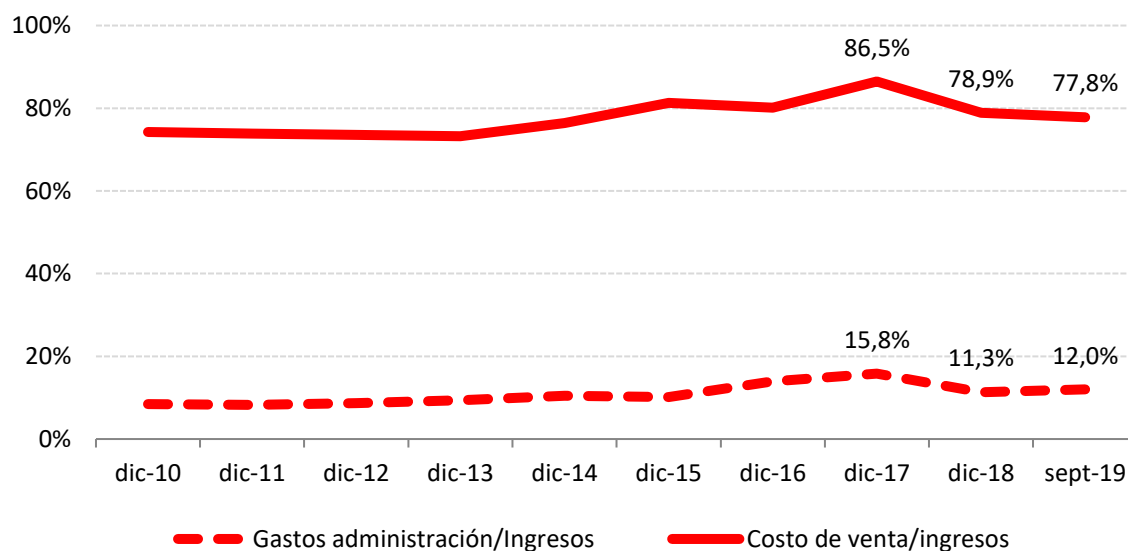
Ilustración 12  
**Evolución razón circulante**  
(Veces. 2009-Sept 2019)



## Evolución de la rentabilidad y eficiencia

Producto del alza en remuneraciones, así como por 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 donde el ratio costo de venta sobre ingresos llegó a 86,5% y gastos de administración sobre ventas a 15,8% siendo ambos las mediciones más altas en los periodos analizados. A septiembre de 2019 el primer indicador finalizó en 77,8% y ha promediado, en los últimos cinco años, un valor igual a 80,2% (78,9% si se excluye 2017). Mientras que el segundo ratio finalizó en 12,0% en septiembre de 2019, promediando un 12,3% en los últimos cinco años (11,6% si se excluye 2017), tal como se muestra en la Ilustración .

Ilustración 13  
**Evolución gastos de administración y costos de venta sobre ingresos**  
(Porcentaje. 2010-Sept 2019)



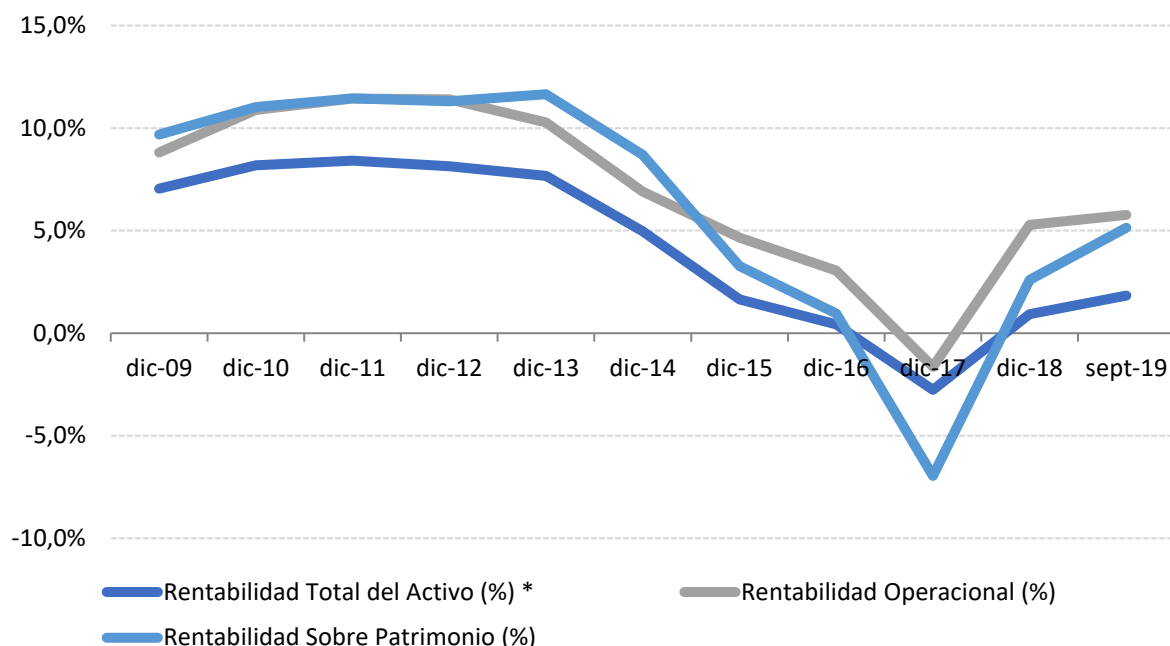
Por las razones señaladas anteriormente, tanto la rentabilidad operacional<sup>10</sup> como la rentabilidad sobre el patrimonio<sup>11</sup> y la rentabilidad del activo<sup>12</sup> continuaron con su tendencia al alza en comparación de diciembre de 2017, registrando a septiembre de 2019 , una rentabilidad sobre patrimonio de 5,1%, sobre el activo de 1,8% y una rentabilidad operacional de 5,8%, tal como se presenta en la Ilustración 10.

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

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

<sup>12</sup> Rentabilidad del activo: Utilidad del ejercicio sobre activos totales promedio.

Ilustración 104  
**Evolución rentabilidades**  
(Porcentaje. 2009-Sept 2019)



## Perfil de pago de la deuda y generación de flujos<sup>13</sup>

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**<sup>14</sup>, 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%).

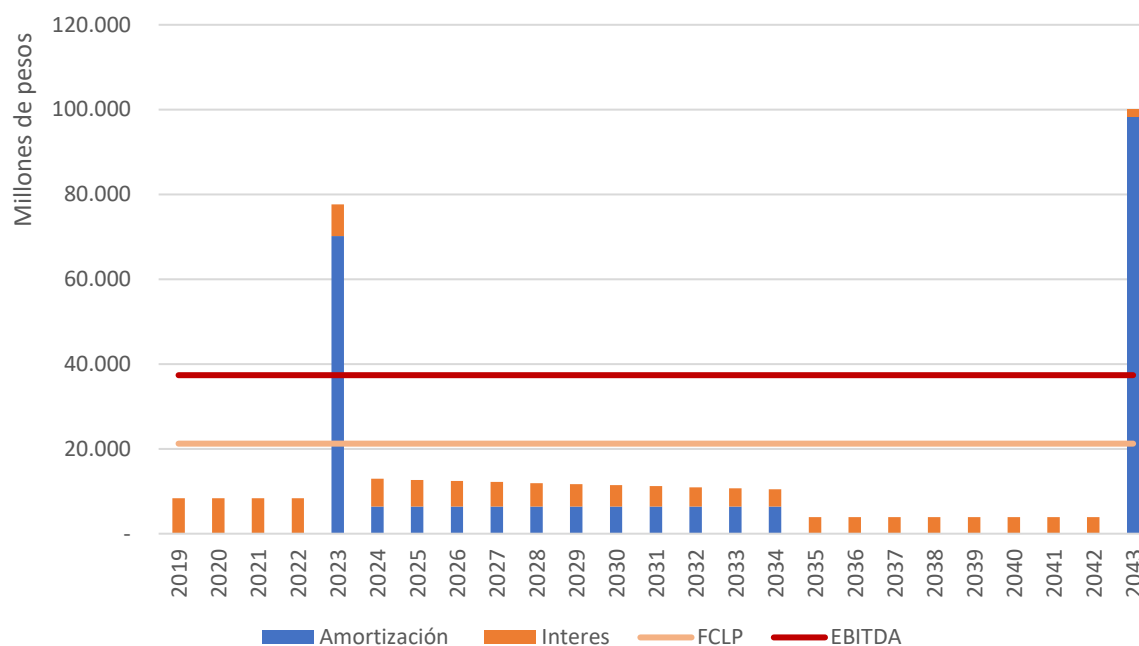
Lo anterior, en parte, tiene su explicación en las nuevas inversiones que ha realizado la compañía en los últimos ejercicios, como la expansión de la clínica y el nuevo centro médico en Peñalolén, activos cuyos flujos aún están en etapa de consolidación, así como el proceso de reestructuración de la 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

<sup>13</sup> Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

<sup>14</sup> 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).

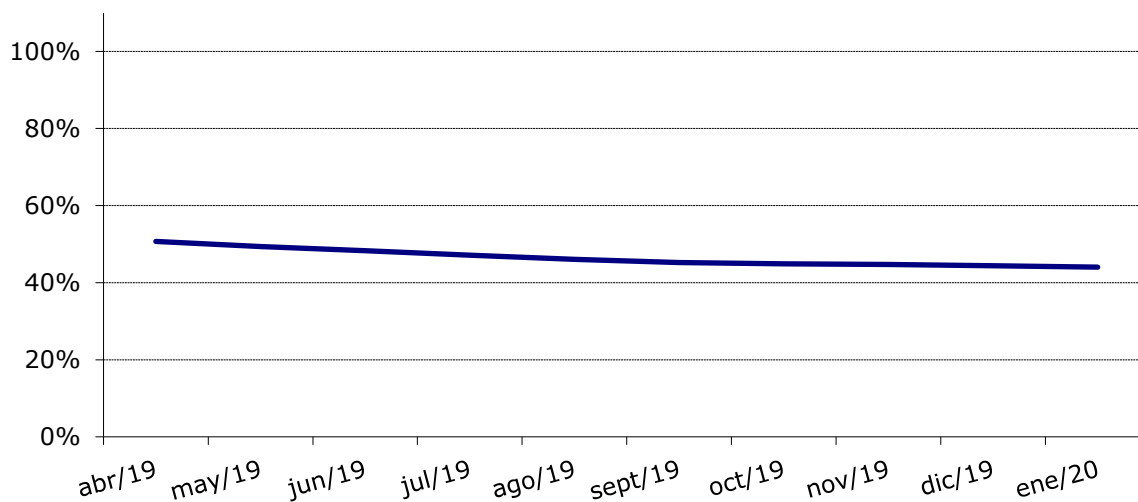
excepción de los pagos contemplados durante 2023 y 2043, los cuales deberían ser refinanciados, al menos, parcialmente.

Ilustración 11  
**Evolución perfil de amortizaciones**  
(Millones de pesos)



## Acciones

La presencia promedio de los títulos accionarios ha presentado una leve tendencia decreciente en el último año, alcanzando a enero de 2020 un valor de 44,02%.



## Covenants de las líneas de bonos

<b>Covenants línea de bonos Serie B</b>			
	<b>Definición</b>	<b>Límite</b>	<b>30-09-2019</b>
Nivel de endeudamiento financiero	Obligaciones financieras/Patrimonio total	Menor a 1,4 veces	1,39 veces
Patrimonio mínimo	Total patrimonio	Mayor a \$124.687 millones	\$ 148.388 millones

<b>Covenants líneas de bonos Series E y F</b>			
	<b>Definición</b>	<b>Límite</b>	<b>30-09-2019</b>
Nivel de endeudamiento financiero Neto	Obligaciones financieras/Patrimonio total	Menor a 1,4 veces	1,28 veces
Activos Libre de Gravámenes	Monto Insoluto de la Deuda financiera	Mayor a 1,2	1,26 veces

## Ratios Financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	2014	2015	2016	2017	2018	Sept-19
Liquidez (veces)	1,37	1,31	1,33	1,24	1,38	1,41
Razón Circulante (Veces)	1,96	1,60	1,77	1,26	2,07	2,55
Razón Ácida (veces)	1,91	1,54	1,72	1,24	2,02	2,49
Rotación de Inventarios (veces)	53,48	47,47	43,12	48,20	50,46	53,64
Promedio Días de Inventarios (días)	6,83	7,69	8,47	7,57	7,23	6,80
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,74	2,56	2,08	2,26	2,31	2,39
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	133,41	142,72	175,06	161,77	158,22	152,60
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,96	4,27	3,84	2,68	2,93	3,65
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	92,12	85,54	95,01	136,42	124,70	99,90
Diferencia de Días (días)	-41,29	-57,18	-80,05	-25,34	-33,53	-52,71
Ciclo Económico (días)	-48,12	-64,87	-88,51	-32,92	-40,76	-59,51

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	2014	2015	2016	2017	2018	Sept-19
Endeudamiento (veces)	0,47	0,52	0,57	0,63	0,65	0,64
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,88	1,09	1,35	1,70	1,88	1,80
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,45	0,51	0,46	0,66	0,34	0,26
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,10	5,57	8,24	30,64	5,88	5,53
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,24	0,18	0,12	0,03	0,17	0,18
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	71,56%	75,95%	77,98%	71,52%	74,54%	77,32%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	10,50	1,61	0,27	-2,02	0,31	1,05



Ratios de Rentabilidad						
Ratios	2014	2015	2016	2017	2018	Sept-19
Margen Bruto (%)	23,55%	18,73%	19,83%	13,53%	21,10%	22,18%
Margen Neto (%)	9,12%	2,97%	0,78%	-5,54%	1,75%	3,35%
Rotación del Activo (%)	51,52%	54,84%	52,70%	48,55%	52,77%	55,42%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,97%	1,65%	0,43%	-2,76%	0,93%	1,84%
Inversión de Capital (%)	125,11%	139,80%	146,21%	165,08%	166,21%	161,54%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,69	5,17	3,78	7,30	2,99	2,73
Rentabilidad Operacional (%)	6,91%	4,66%	3,05%	-1,64%	5,28%	5,77%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,70%	3,27%	0,96%	-6,96%	2,59%	5,14%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	76,45%	81,27%	80,17%	86,47%	78,90%	77,82%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,48%	10,15%	13,95%	15,82%	11,30%	11,99%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	11,74%	8,78%	6,41%	-3,86%	13,60%	14,70%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	15,83%	12,97%	10,31%	3,03%	15,69%	16,23%

Otros Ratios						
Ratios	2014	2015	2016	2017	2018	Sept-19
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,01%	0,00%	0,01%	0,10%	0,07%	0,01%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	9,01%	9,98%	7,96%	6,74%	6,26%	6,43%
Capital sobre Patrimonio (%)	49,80%	52,06%	53,17%	57,57%	59,03%	57,93%

"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."