



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Nueva clasificación

Analista

Pablo Besio M.

Eduardo Valdés S.

Tel. (56-2) 433 5200

pablo.besio@humphreys.cl

eduardo.valdes@humphreys.cl

Empresas Red Salud S.A.

Ab r i l 2 0 1 1

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2010

Estado de Resultados Consolidado IFRS	
M\$ a dic 2010	Dic-2010
Ingresos totales	107.113.939
Costo de ventas	78.163.893
Margen bruto	28.950.046
Gastos de administración, totales	20.645.037
Resultado operacional	8.305.009
Costos financieros	1.354.523
Utilidad del ejercicio	6.967.722

Balance General Consolidado IFRS	
M\$ a dic 2010	Dic-2010
Activos corrientes	41.615.169
Activos no corrientes	168.737.221
Total activos	210.352.390
Pasivos corrientes	45.196.966
Pasivos no corrientes	63.795.381
Pasivos totales	108.992.347
Patrimonio	101.360.043
Patrimonio y pasivos, total	210.352.390
Deuda financiera	75.416.243

Estado de Resultados Consolidado, NCCh		
M\$ a dic 2010	Dic-2009	Dic-2010
Ingreso operacional	101.333.842	107.278.000
Costo explotación	74.164.281	78.402.895
Gasto de administración y venta	18.370.829	21.023.211
Resultado operacional	8.798.732	7.851.894
Utilidad en inversión en empresas relacionadas	1.291.200	1.182.208
Gastos financieros	1.410.357	1.360.320
Resultado no operacional	465.867	-136.378
Utilidad neta	7.541.464	6.210.998
EBITDA¹	12.948.345	11.799.314

Balance General Consolidado, NCCh		
M\$ a dic 2010	Dic-2009	Dic-2010
Activo circulante	39.253.940	43.203.573
Activo fijo	106.085.844	145.236.147
Otros activos	3.941.247	14.997.942
Total activos	149.281.031	203.437.662
Pasivo circulante	19.415.776	39.276.455
Pasivo largo plazo	29.207.036	58.771.141
Patrimonio	98.528.359	103.298.860
Interés minoritario	2.129.860	2.091.206
Total pasivos y patrimonio	149.281.031	203.437.662
Deuda financiera	29.470.148	69.421.416

Líneas de bonos en proceso de inscripción	
Monto máximo combinado de las líneas	\$ 2.000.000 Unidades de Fomento
Plazo vencimiento	10 años/30 años
Fecha de vencimiento línea	-
Uso de fondos	i) Refinanciamiento de pasivos del emisor y/o filiales; ii) Financiamiento del programa de inversiones del emisor y/o filiales; iii) Otros fines corporativos generales

¹ EBITDA: Resultado operacional más depreciación del ejercicio más amortización de intangibles.

Covenants líneas de bonos en trámite de inscripción		
	Línea	Límite al 31/12/2010
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	0,74 veces
EBITDA/gastos financieros	Superior a 2,5 veces (hasta 30/03/2013) y superior a 3 veces (a partir del 31/03/2013)	8,39 veces
Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	-

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 través de una red de 16 clínicas y de 35 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta. La entidad es controlada por Invesco S.A., sociedad que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Entre su filiales más relevantes se tienen Megasalud (99,9%), Clínica Tabancura (99,9%), Clínica Avansalud (99,9%), Clínica Bicentenario (99,9%) y Clínica Iquique (52,15%).

Según estados financieros a diciembre de 2010, la empresa generó ingresos por US\$ 229,2 millones y un EBITDA de US\$ 25,2 millones; con una deuda financiera de US\$ 148,3 millones. No obstante, es factible suponer que los ingresos y EBITDA de largo plazo son superiores a los mostrado en 2010 por cuanto en dicho ejercicio no se recoge los niveles de actividad esperados para importante inversiones que a esa fecha se no encontraban en etapa operativa y que se enmarcan dentro de un plan de fuerte crecimiento que está llevando a cabo la sociedad.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Red Salud** en "Categoría A" se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla el grupo de empresas que forman el *holding*, tanto de manera individual como agregada. En efecto, la actual estructura operativa permite la entrega de una extensa gama de servicios médicos –desde consultas médicas a intervenciones quirúrgicas de alta complejidad- accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas y ubicación

geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva.

La clasificación de riesgo se ve reforzada además por el hecho que la sociedad se desenvuelve en un sector con auspiciosa expectativa en cuanto al crecimiento de su demanda, tanto por el envejecimiento de la población como por el crecimiento esperado del ingreso *per cápita* en Chile, ambos factores claves en lo que respecta al gasto en consumo en salud. La penetración de los seguros de salud –obligatorios o voluntarios- también contribuirán al crecimiento de la demanda.

La categoría de riesgo asignada también reconoce que **Red Salud** es filial de Invesco (clasificada en Categoría AA+ por **Humphreys**) y, por ello, controlada por la Cámara Chilena de la Construcción, entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

Dentro de los aspectos que se han considerado como positivos se encuentra la estabilidad de los márgenes con que operan las distintas filiales, 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 los orígenes de la mayoría de las empresas productivas y sea un actor relevante en el negocio de seguros de salud (isapres).

Por otra parte, a juicio de **Humphreys**, la cuantía de los activos fijos de propiedad de la sociedad –susceptibles de entregar en garantía o de operaciones de *leaseback*- facilitan su acceso al mercado del crédito y su flexibilidad financiera.

Otros elementos favorables incluidos en la evaluación son los dividendos percibidos desde la filial Atesa S.A., el buen posicionamiento de la marca, la amplitud de su mercado objetivo y las fortalezas propias de Megasalud, Avansalud y Tabancura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación).

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la importancia relativa de los activos que aún no están operativos ni consolidados en términos de ingresos, y los niveles de inversión para los próximos años, implicando un incremento substancial en las obligaciones financieras de la compañía. Aun cuando el riesgo está mitigado por tratarse de inversiones propias del giro, que una vez que generen flujos llevarán a una disminución en el endeudamiento relativo, no debe desconocerse que no pueden ser igualados con los flujos históricos, ya conocidos y probados. La reducción futura del indicador dependerá, en gran medida, de la rentabilidad de los nuevos proyectos y de la velocidad con que alcancen su punto de equilibrio.

El proceso de calificación recoge adicionalmente la concentración por deudores, que en la práctica, dado 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, nada asegura que dicha situación se mantenga en el largo plazo (horizonte de tiempo de los bonos). Con todo, a juicio de **Humphreys**, este tipo de riesgo mantiene baja probabilidad de manifestarse en el presente y es un riesgo inherente a toda la industria.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación dice relación con la concentración de los ingresos y del EBITDA por establecimientos médicos. También se debe considerar la rápida obsolescencia de los equipamientos, lo cual genera inversiones recurrentes que presionan la caja de la compañía. Pese a lo anterior, la sociedad tiene la posibilidad de reubicación de los mismos (por su extensa red) y que existen en el mercado posibilidades de financiamiento (leasing).

Hechos relevantes a 2010

Resultados a diciembre de 2010

Durante el año 2010 la empresa generó ingresos de explotación consolidados por \$ 107.208 millones, lo que representa un crecimiento de 5,9% con respecto al año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de \$ 78.403 millones, implicando un incremento de 5,7% con respecto al año 2009. El aumento de los ingresos y costos de explotación, responde a la mayor actividad que presentaron las filiales de la **Red Salud** en 2010 con respecto a 2009. Las filiales que presentaron un cambio más relevante en el periodo analizado, fueron Megasalud y Clínica Tabancura, con un aumento en sus ingresos de 4,8% y 10,7% respectivamente.

Los gastos de administración y venta alcanzaron \$ 21.023 millones durante el 2010, lo que representó un aumento de 14,4% en comparación a los \$ 18.371 millones gastados en 2009. La mayor parte del crecimiento se explica principalmente por el aumento de los gastos de administración y ventas generados por la puesta en marcha de Clínica Bicentenario. Ello llevo que la relación gastos sobre ingresos de 18,1% de 2009 aumentara a 19,6% al año 2010

En tanto, el EBITDA de la compañía alcanzó un monto de \$ 11.799 millones en este período, lo que se tradujo en una disminución de 8,9% en relación al obtenido el año anterior.

Con todo, el resultado operacional del período ascendió a \$ 7.852 millones, lo que representó una disminución de 10,8% respecto a igual período del año anterior.

El resultado no operacional alcanzó una pérdida de \$136 millones, lo que se compara desfavorablemente con los ingresos obtenidos en 2009 (\$ 466 millones). Esto se explica principalmente por el efecto de la corrección monetaria y de menores ingresos financieros que el año anterior.

El resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 6.211, la que se compara desfavorablemente a la utilidad neta obtenida en 2009 (\$ 7.541 millones), lo que representa una disminución de 17,6% producto de lo explicado anteriormente.

En cuanto a los activos totales, estos presentaron un aumento de 36,3%, pasando de \$149.281 millones en 2009 a \$203.438 millones en 2010, debidos principalmente por las obras de construcción y remodelación de clínicas Bicentenario, Avansalud y Red Megasalud. En tanto, el pasivo exigible de la compañía alcanzó los \$98.048 millones con un aumento de 101,6% con respecto a igual período del año anterior. El patrimonio de la compañía alcanzó los \$103.299 millones a diciembre de 2010.

Eventos recientes

En Julio de 2010, Clínica la Construcción S.A. acuerda cambiar su nombre por el de "Clínica Bicentenario S.A" y ampliar su objeto social. La construcción de la clínica se inició en Enero de 2009, y al 31 de diciembre de 2010 presentaba un 93,36% de avance. La clínica fue inaugurada el primer trimestre de 2011 y se encuentra en pleno funcionamiento.

En agosto de 2010, se incorpora al grupo la Clínica Arauco Salud, ubicada en la comuna de las Condes, a través de la Sociedad "Megasalud Oriente Ltda."

En noviembre de 2010 se inauguró la Clínica Avansalud, con su nueva ampliación, desde 9.000 a 31.000 m² construidos.

Durante todo 2010, con el objeto de fortalecer la oferta ambulatoria nacional, se realizaron diversas inversiones de ampliación y remodelación de los centros médicos de Megasalud.

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.

Tendencia Estable

La perspectiva de la clasificación se califica en "Estable", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

Oportunidades y fortalezas

Sólida estrategia de negocios: Su estrategia de negocios, basada en una amplia variedad de prestaciones y extendida en todo el territorio nacional, le permite generar sinergias entre los distintos operadores de su red, entregar una atención global y efectuar servicios cruzados entre las diferentes clínicas y centros de atención, manteniendo "cautivo" al cliente. En conjunto, la red genera más de 8,4 millones de prestaciones; además, ha presentado un fuerte crecimiento de su capacidad instalada, pasando de tener 220 camas y 604 boxes de consultas médicas en 2008, a más de 1.180 camas y 900 boxes de consulta a fines de 2010.

Crecimiento de la demanda: Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento en el nivel de ingresos también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. En la actualidad el gasto total en salud en Chile representa el 8,2%² del PIB, lo que es un porcentaje bajo en comparación con otros países, principalmente 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 2001 al 2009, al gasto en salud per cápita en Chile, aumentó en 164%³.

Apoyo de la matriz: La compañía cuenta con el respaldo de la Cámara Chilena de la Construcción, entidad, que en conjunto con su red social, administra recursos destinados al

² Fuente banco mundial, datos al año 2009

³ Fuente banco mundial, variación medida en dólares.

gasto social privado equivalentes al 16% del PIB nacional, y conforma la red social privada más grande de Chile. Por su parte, el vehículo de inversión del gremio, Invesco, presenta una sólida posición financiera que se refleja en que capacidad de pago ha sido clasificada en AA.

Experiencia y formación de los equipos directivos: El equipo directivo de **Red Salud** y sus filiales a lo largo del país, cuenta con elevada experiencia, tanto en temas de administración, como médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, su evolución, y su demanda. Gran parte de sus equipos directivos, tanto en materias de salud como de otra índole, operan desde diez o más años en las respectivas filiales.

Posicionamiento de mercado: **Red Salud** se ha posicionado como uno de los principales prestadores de servicios en el área de salud, contando con 16 clínicas, 35 centros de atención ambulatoria, y con más de 2.700 profesionales de distintas disciplinas. Así mismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado y con amplia trayectoria (Tabancura, Megasalud y Avansalud). Se estima que la red representa el 5,2% de total de prestaciones realizadas en Chile.

Importancia Relativa del Activo Fijo: La empresa, en término consolidado, mantiene cerca de US\$ 243,5 millones en activos fijos netos⁴ susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esta situación entrega flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

Factores de riesgo

Elevado nivel de endeudamiento: Las constantes inversiones de ampliación y mantenimiento han llevado el endeudamiento financiero a 5,9 veces el EBITDA y posiblemente alcance un valor mayor una vez colocados los bonos. Con todo, se debe considerar que parte de la deuda se explica por el financiamiento requerido para la ampliación de la clínica Avansalud y la construcción de la clínica Bicentenario, inversiones que debieran comenzar a generar flujos netos positivos entre este y el próximo años, disminuyendo así el *ratio* de endeudamiento (todo ello si se dan las proyecciones del emisor, en especial en los relativo a Clínica Bicentenario). Por otra parte, la ampliación en curso de la Clínica Tabancura también implicará mayor endeudamiento y flujos desfasados. Con todo, se recalca que el financiamiento ha estado dirigido al financiamiento de activo fijo.

⁴ Activos fijos totales menos los activos en *leasing*.

Consolidación de las inversiones: Si bien el endeudamiento de la compañía es consistente con los niveles de inversión realizado, su relación con la generación de caja –para evaluar si es bajo, medio o elevado- solo se sabrá una vez que entren en operación y maduren las nuevas inversiones, en especial la Clínica Bicentenario, tanto por su importancia monetaria como por tener el carácter de proyecto puro (no como las ampliaciones de Clínica Avansalud y Clínica Tabancura, que son clínicas consolidadas lo que baja el riesgo de las inversiones, aunque no asegura su rentabilidad).

Concentración de ingresos: Las ingresos están concentrados Megasalud (60%), Clínica Tabancura (22%) y Clínica Avansalud (12%), condición que podría llevar a una baja importante en los ingresos y generación de caja de **Red Salud** ante un siniestro que pudiera afectar a alguno de los inmuebles, sin perjuicio de reconocer que la existencias de seguros, incluidos la pérdida por paralización, mitigarían las pérdidas, no así las presiones a la liquidez de la empresa y los efectos comerciales. Otra atenuante, es que la red de Megasalud presenta 35 centros, distribuidos a lo largo de Chile, lo que hace poco probable un siniestro que pudiese afectar a la red como un todo.

Concentración de deudores: En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, más del 80% de los ingresos de **Red Salud** provienen de las isapres y Fonasa, lo que se traduce en una concentración de los ingresos de la compañía en aproximadamente ocho deudores. Por cuanto, un escenario de iliquidez de alguna de éstas, puede provocar una disminución de los ingresos de la compañía. Cabe destacar, que esta situación es transversal en la industria de la salud, por lo que hace de suma importancia la flexibilidad financiera con la que cuenten los distintos prestadores para sortear un eventual *shock* negativo.

Falta de historia: La empresa como tal, se constituyó en 2008, con el fin de agrupar a todas las compañías prestadoras de salud de la Cámara Chilena de la Construcción. Por lo mismo, se tiene poco conocimiento de su desempeño como red de salud, pese a que muchas de sus empresas filiales presentan una mayor trayectoria, y son ampliamente conocidas.

Riesgo del sector: Entre estos se pueden distinguir los riesgos regulatorios, con su posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector públicos, en particular si se mejora este tipo de servicio y/o antes crisis económicas; y las necesidades de inversión en equipos dada la rápida obsolescencia de éstos (en **Red Salud** se ve atenuado por la posibilidad de trasladar los equipos dentro de la amplia red asistencial). Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud.

Antecedentes Generales

Historia

Red Salud se creó mediante Escritura Pública el 18 de abril de 2008, en la ciudad de Santiago, con el nombre de “**Empresas Red Salud S.A.**” La empresa tiene por objeto el control y la responsabilidad del manejo de todas las empresas del área prestadora de salud, dependiente directa o indirectamente de Invesco S.A.

Actualmente la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Megasalud S.A., Clínica Bicentenario S.A., Clínica Tabancura S.A., Clínica Avansalud S.A., Clínica Iquique S.A. e Inmobiliaria Clínica S.A. Además, tiene participación en Administradora de Transacciones Electrónicas S.A. (Atesa), Clínica Magallanes S.A. y Administradora de Clínicas Regionales S.A. uno y dos, a través de las cuales tiene presencia en nueve instituciones de salud de regiones.

Propiedad y administración de Red Salud S.A.

Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Alberto Etchegaray Aubry
Vicepresidente	Juan Ignacio Silva Alcalde
Director	Raúl Gardilcic Rimassa
Director	Pablo Ihnen de la Fuente
Director	Máximo Honorato Álamos
Director	Otto Kunz Sommer
Director	Fernando Prieto Wormald
Director	Kurt Reichhard Barends
Director	Andrés Sanfuentes Vergara

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

Cargo	Nombre
Gerente general	Ricardo Silva Mena
Gerente de salud	Dra. Victoria Fabré Muñoz
Gerente de desarrollo	Alfredo Oliva Narváez

Gerente de planificación	Nora G. Terry
Subgerente de desarrollo	Jorge Martínez Alfaro
Analista gerencia planificación y desarrollo	Carolina Lagos Ojeda
Secretaria	Paulina Sierra Silva

Accionistas

Los principales accionistas de **Red Salud S.A.** se presentan a continuación:

Sociedad	Nº de acciones	% de la propiedad
Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A.	20.518	89,810%
Servicio Médico de la Cámara Chilena de la Construcción.	2.326	10,181%
Cámara Chilena de la Construcción A.G.	2	0,009%
Total	22.846	100%

Estructura de la sociedad

La estructura de la sociedad se presenta en el anexo.

Modelo médico

El modelo médico de **Red Salud** se basa en cubrir todas las necesidades de servicios médicos de la población nacional, tanto en lo referente a variedad de complejidades, como de cobertura geográfica, y en todos los niveles socioeconómicos. Para cumplir este objetivo, se constituyó como una red prestadora de servicios médicos orientada en crear sinergias y aprovecharlas en beneficio de los usuarios, quienes pueden ser derivados de un centro médico a otro más complejo, si el primero no tiene la especialidad requerida.

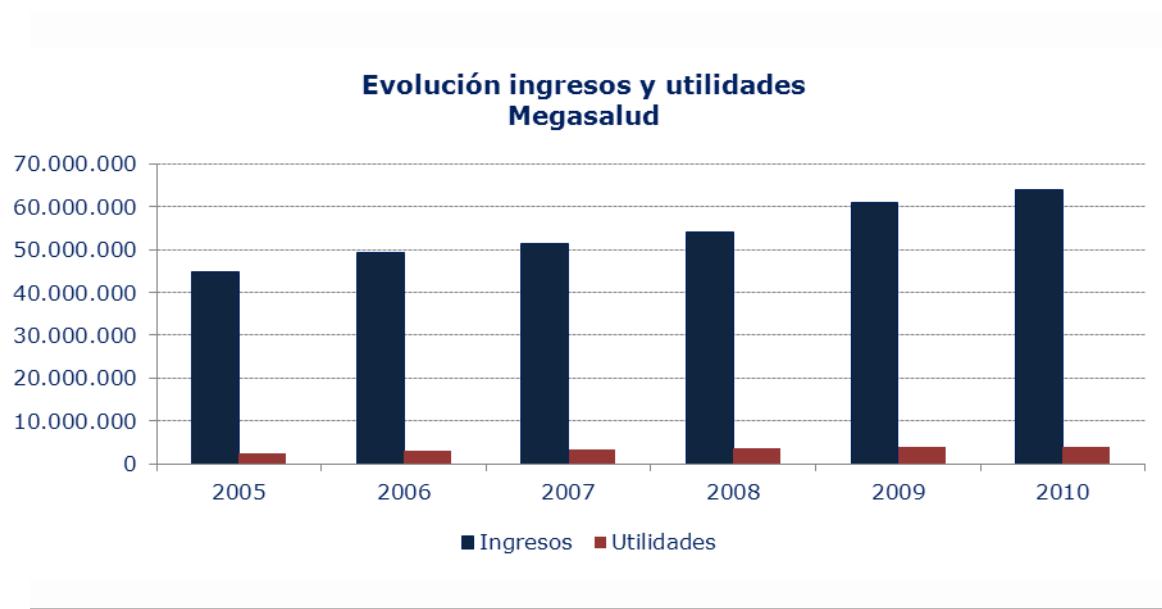
Megosalud S.A.

Megosalud es una red médica y dental ambulatoria creada en el año 2000. Tiene presencia desde Arica a Punta Arenas con 35 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con más de 2.300 profesionales médicos y produce más de cinco millones de prestaciones⁵ a nivel nacional, de las cuales cerca de dos millones fueron consultas médicas, 1,2 millones atenciones dentales y el resto fueron procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

⁵ Prestaciones: consultas médicas, exámenes de diagnóstico y procedimientos.

Situación financiera

A diciembre de 2010, Megasalud obtuvo ingresos por \$63.889 millones y utilidades por \$ 4.105 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



El siguiente grafico muestra la evolución del número de prestaciones de Megasalud:



Clínica Bicentenario S.A.

Clínica Bicentenario fue inaugurada el primer trimestre de 2011, y es el prestador de salud de más alta complejidad dentro de las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. El establecimiento ha sido concebido para poder dar atención a pacientes con enfermedades graves que requieren de equipamiento y profesionales altamente especializados apoyados con unidades de pacientes críticos para adultos, niños y recién nacidos, lo que sumado a los modernos pabellones quirúrgicos, permite dar solución a una amplia gama de enfermedades.

La clínica está ubicada en la comuna de Estación Central, y cuenta con un total de 62.600 m² construidos y dispone de 230 camas, incluyendo 48 camas críticas (UTI, UCI y Coronaria), catorce pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 40 boxes de consultas médicas de especialidades, 28 salas de procedimientos diagnósticos y terapéuticos, servicio de urgencia de adultos, pediátrico y gineco-obstétrico y servicios de apoyo como radiología y laboratorio clínico.

Situación financiera de Clínica Bicentenario

Clínica Bicentenario comenzó su construcción durante enero de 2009 y entró en operaciones el primer trimestre de 2011 por lo que no tuvo ingresos operacionales durante el periodo analizado. Dado lo anterior, Clínica Bicentenario tuvo un resultado operacional negativo de \$ 1.636 millones en 2010 y de \$ 479 millones en 2009, debido principalmente al pago por remuneraciones del personal y asesorías. El nivel de activo fijo asciende a \$ 32.692 millones, de los cuales \$ 27.732 corresponde a obras en construcción.

Clínica Tabancura S.A.

Clínica Tabancura nace en 1992, especializándose en maternidad. Posteriormente, en 2001, amplía sus operaciones para transformarse en clínica, incorporando UTI adulto y pediátrica, servicio de urgencia y diagnóstico por imágenes avanzada, entre otros.

Durante el año 2010, Clínica Tabancura aumentó su actividad, alcanzando una ocupación del 71,9%. Este aumento estuvo concentrado en pacientes de mayor complejidad, lo que implicó un crecimiento de la oferta de camas de la unidad de pacientes críticos para adultos y la unidad coronaria.

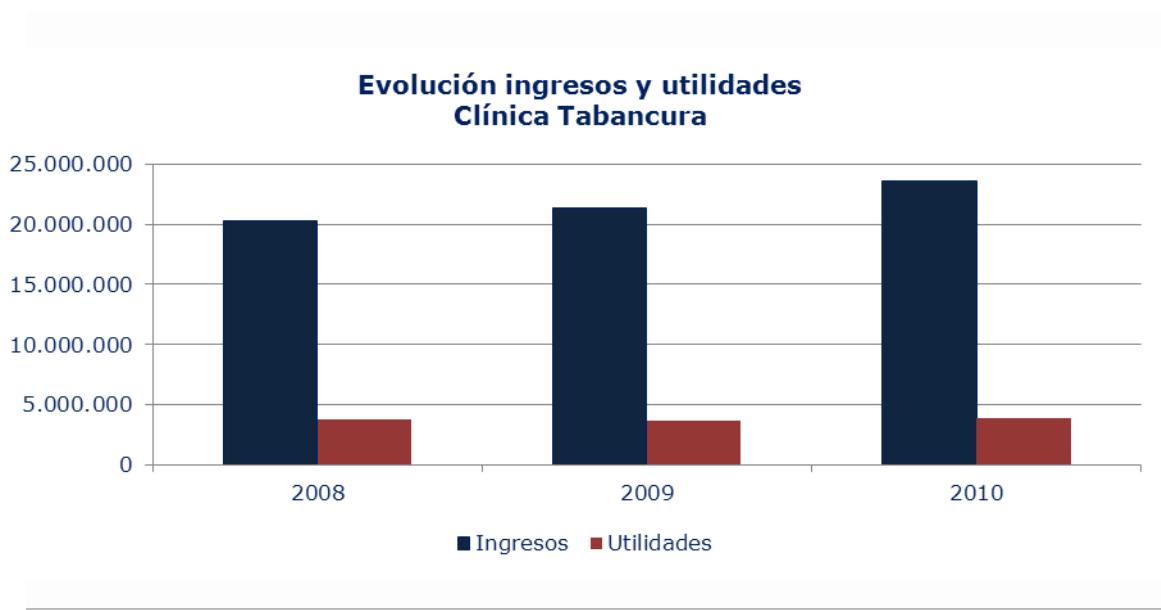
En materia de proyectos, tiene contemplada la construcción de una nueva clínica contigua a la actual. Ya se cumplieron todos los requisitos normativos de regulación ambiental y vial por lo

que su construcción se iniciaría durante el primer semestre de 2011. El proyecto quedaría de la siguiente manera:

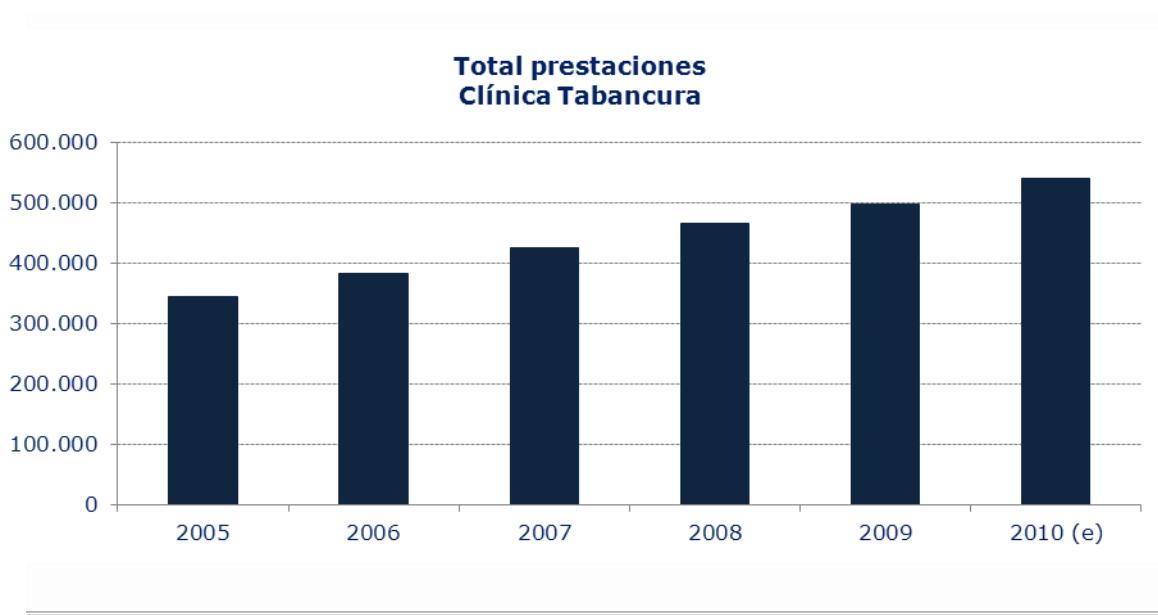
	Actual	Ampliación	Total
N° de Camas	120	86	206
N° de Pabellones	8	4	12
N° de Box consultas médicas	44	34	78

Situación financiera de Clínica Tabancura

A diciembre de 2010, Clínica Tabancura obtuvo ingresos por \$ 23.635 millones y utilidades por \$ 2.314 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:



El siguiente grafico muestra la evolución del número de prestaciones de Clínica Tabancura:



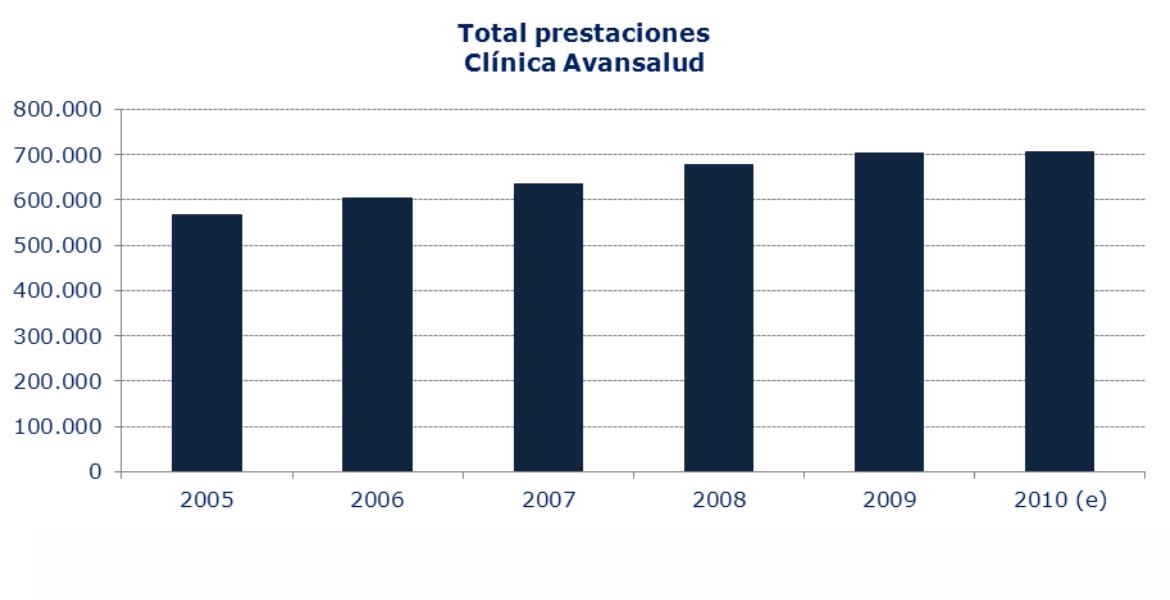
Clínica Avansalud S.A.

La Clínica Avansalud fue creada en 1992, se ubica en la comuna de Providencia. En noviembre del 2010 inauguró su proyecto de ampliación y remodelación, reforzando su atención con insumos de alta tecnología y médicos especialistas de alto nivel. Este proyecto significó aumentar su dotación desde 9.000 a 31.000 m² construidos, disponiendo de 100 camas y catorce pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud. Además, pese a los inconvenientes de un proceso de ampliación, Clínica Avansalud aumentó un 11,2% las intervenciones quirúrgicas.

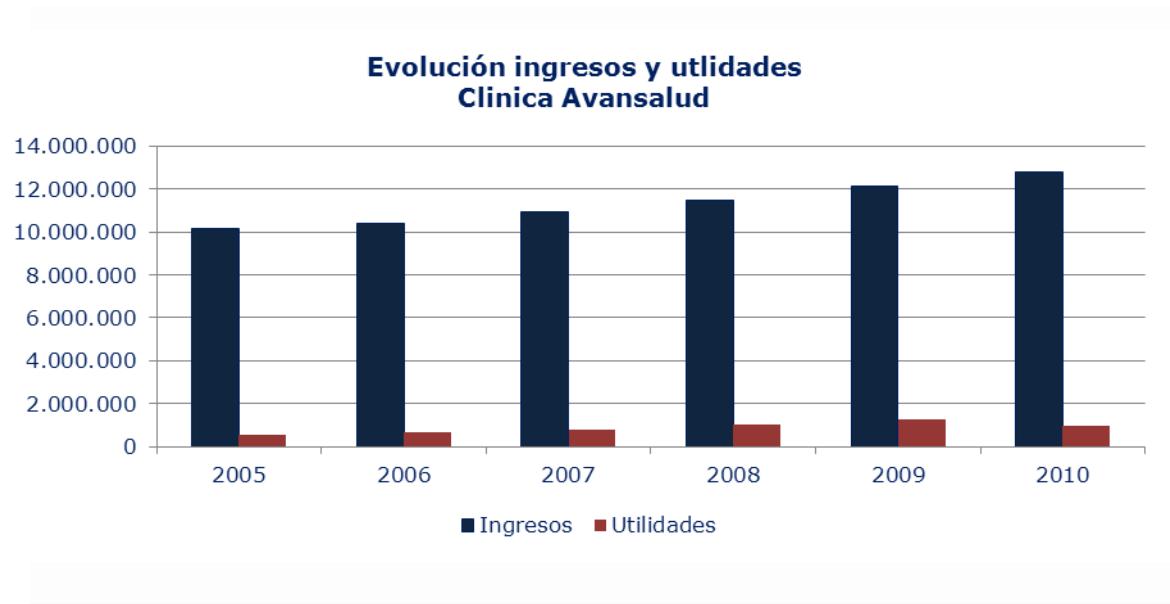
Situación financiera de Clínica Avansalud

A diciembre de 2010, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$ 12.818 millones y utilidades por \$ 2.037 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.

El siguiente grafico muestra la evolución del número de prestaciones de Clínica Avansalud:



En el siguiente gráfico se muestra la evolución de los ingresos y utilidades de la clínica:



Clínica Iquique S.A.

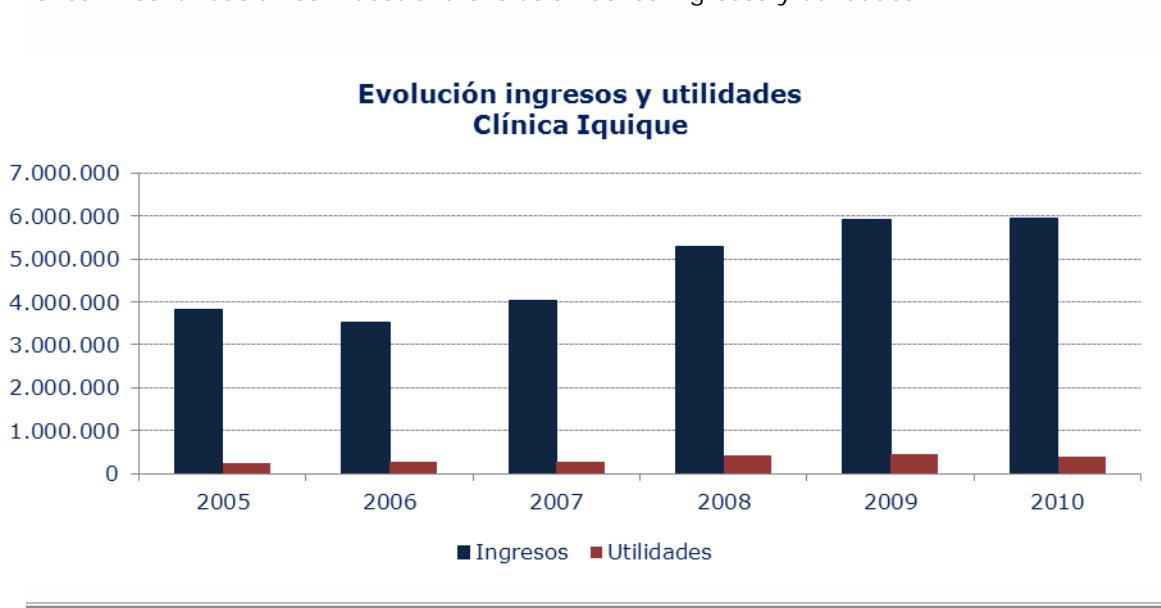
La Clínica Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá. Es una clínica de mediana a alta complejidad, que ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 68 camas de hospitalización, distribuidas en 4.394 m² de construcción,

de las cuales, cinco corresponden a la unidad de pacientes críticos adulto y cuatro a la de pacientes neonatal.

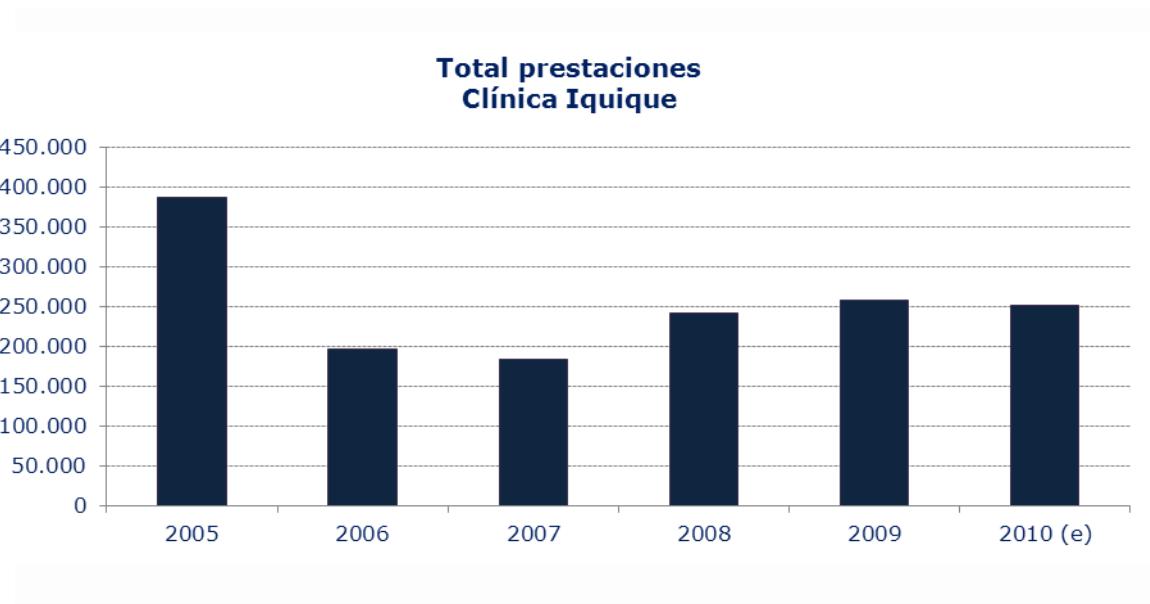
Durante el año 2010, se desarrolló el estudio y diseño de arquitectura para la remodelación y ampliación de sus instalaciones, cuyas obras se iniciarían el segundo semestre de 2011.

Situación financiera de Clínica Tabancura

A diciembre de 2010, Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 5.932 millones y utilidades por \$ 396 millones. A continuación se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.



El siguiente grafico muestra la evolución del número de prestaciones de Clínica Iquique:



Administradora de Clínicas Regionales Uno y Dos

El objetivo de las Administradoras de Clínicas Regionales consiste en la prestación de servicios de cualquier naturaleza a establecimientos destinados al funcionamiento de hospitales, clínicas, policlínicos, centros médicos y servicios de salud en general.

El año 2010 estuvo marcado por la consolidación de la red y el foco en los requerimientos de infraestructura de las clínicas. Así, se llevaron a cabo proyectos de expansión en la Clínica y Centro Médico Atacama y Hospital Clínico del Sur y se definieron las obras a realizar en las clínicas Valparaíso, Puerto Montt, Lircay, Curicó, La Portada y Hospital Clínico Universidad Mayor.

Administradora de Transacciones Electrónicas S.A. (Atesa S.A.)

Atesa S.A. es una sociedad de inversión que posee como único activo el 49,99% de Transacciones Electrónicas S.A., ésta a su vez posee dos filiales -Imed S.A. y Autentia S.A.- las que son líderes en el mercado de servicios de plataformas digitales para el sector salud (Imed S.A.) y verificación de identidad mediante huella dactilar digital (Autentia S.A.). Transacciones Electrónicas S.A. presentó una utilidad del ejercicio en 2010 de \$ 2.837 millones. **Red Salud** mantiene el 50,29% de la propiedad de Atesa S.A.

Inmobiliaria Clínica S.A.

Inmobiliaria Clínica S.A. fue constituida en diciembre de 2009 y tiene por objeto la compra y venta de bienes raíces y derechos constituidos en ellos, así como la construcción, explotación en inversión de los bienes de **Red Salud**.

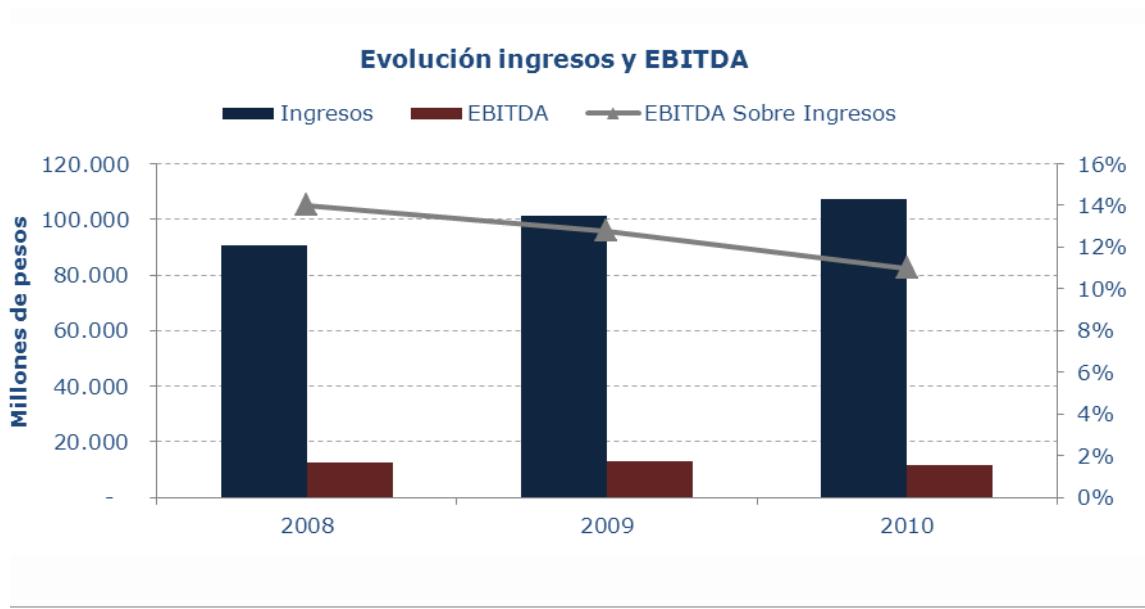
Análisis Financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2010, los ingresos consolidados de **Red Salud** alcanzaron los \$ 107.278 millones, lo que significó un aumento de 5,9%, con respecto de igual período del año anterior. Esta alza es explicada principalmente por los mejores resultados de sus filiales Megasalud y Clínica Tabancura, empresas que mejoraron sus ingresos un 4,8% y un 10,7%, respectivamente. Por su parte, el EBITDA de la compañía se contrajo un 8,8% en 2010, lo que se debe principalmente a un menor resultado operacional, que disminuyó 10,8% principalmente por un aumento en los gastos de administración de Clínica Bicentenario y a una inferior depreciación del ejercicio respecto al ejercicio 2009. Como consecuencia de lo anterior, el EBITDA sobre ingresos disminuyó en dos puntos porcentuales durante el período, representando un 12% de los ingresos en 2010. Se espera que esta situación se revierta paulatinamente en la medida que Clínica Bicentenario logre consolidar su operación.

En el siguiente gráfico se muestran los cambios que han presentado los ingresos y el EBITDA en los períodos analizados⁶:

⁶ Para el año 2008 los datos fueron tomados de los estados financieros individuales por lo que son sólo de referencia.



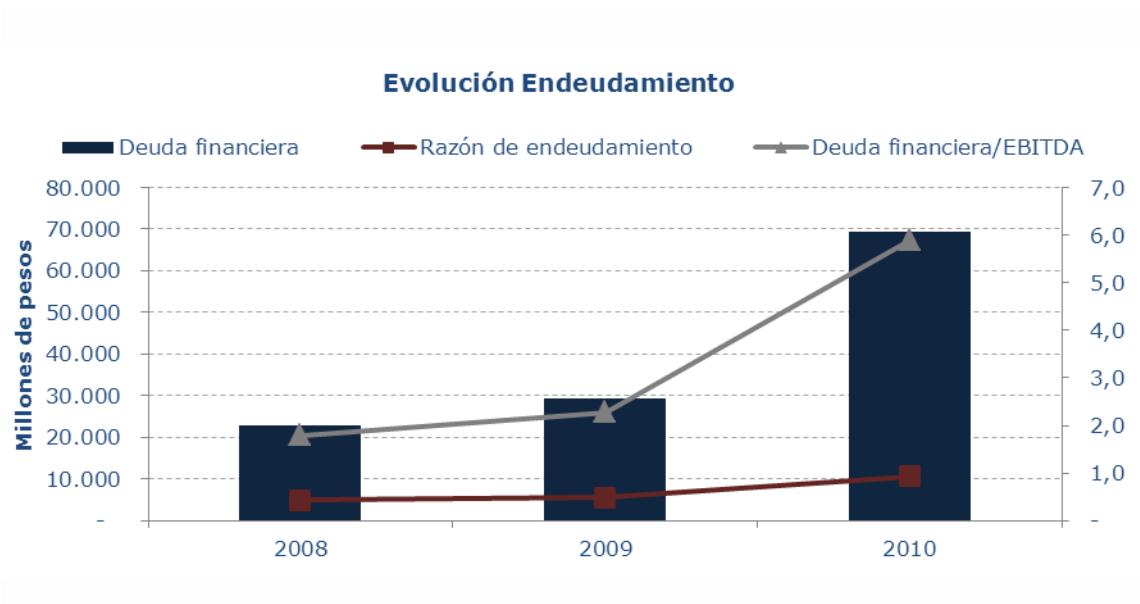
Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** alcanzaba \$ 69.421 millones a fines de 2010, esto significó un aumento de \$ 39.351 millones respecto a 2009, lo que implica una variación porcentual de 135,6% (la deuda financiera en 2009 fue \$ 29.470 millones). De esta deuda, un 64% corresponde a obligaciones por *leasing* y un 36% a obligaciones con bancos. La porción de largo plazo de la deuda es de 80,7% del total. La deuda financiera consolidada de la empresa a fines de 2010 corresponde en 44% a Clínica Bicentenario, para la construcción de su edificio clínico, 30% a Clínica Avansalud, para el desarrollo de su ampliación durante 2010, 15% de Red Megasalud, 11% de Clínica Tabancura, y 1% de Clínica Iquique.

La razón de endeudamiento -medida como pasivo exigible sobre patrimonio⁷- aumentó desde un 0,48 a un 0,93, debido a un incremento del pasivo exigible, el cual alcanzó en 2010 los \$ 98.048 millones. Esta variación es explicada principalmente por el financiamiento vía *leasing* de inversiones en activos operacionales, tales como, terrenos, edificios, equipos médicos, la construcción de Clínica Bicentenario y la ampliación de Clínica Avansalud, entre otros. En tanto, la relación deuda financiera sobre EBITDA aumentó por los motivos mencionados anteriormente y por la menor generación de EBITDA del período.

⁷ Medidas en términos consolidados

En el siguiente gráfico, se muestra la evolución de los indicadores a partir del año 2008⁸:



Con la colocación de los títulos de deuda se espera que la deuda financiera como máximo⁹ llegue a los \$ 112.332 millones. En tanto, la razón pasivo exigible sobre patrimonio alcanzaría las 1,34 veces (0,93 veces a diciembre de 2010). El perfil de pago de la deuda, que pretende ser a largo plazo y con amortizaciones acordes a las proyecciones sobre la generación de flujos de los proyectos a ser financiados. Esta situación libera presiones sobre la caja de la compañía.

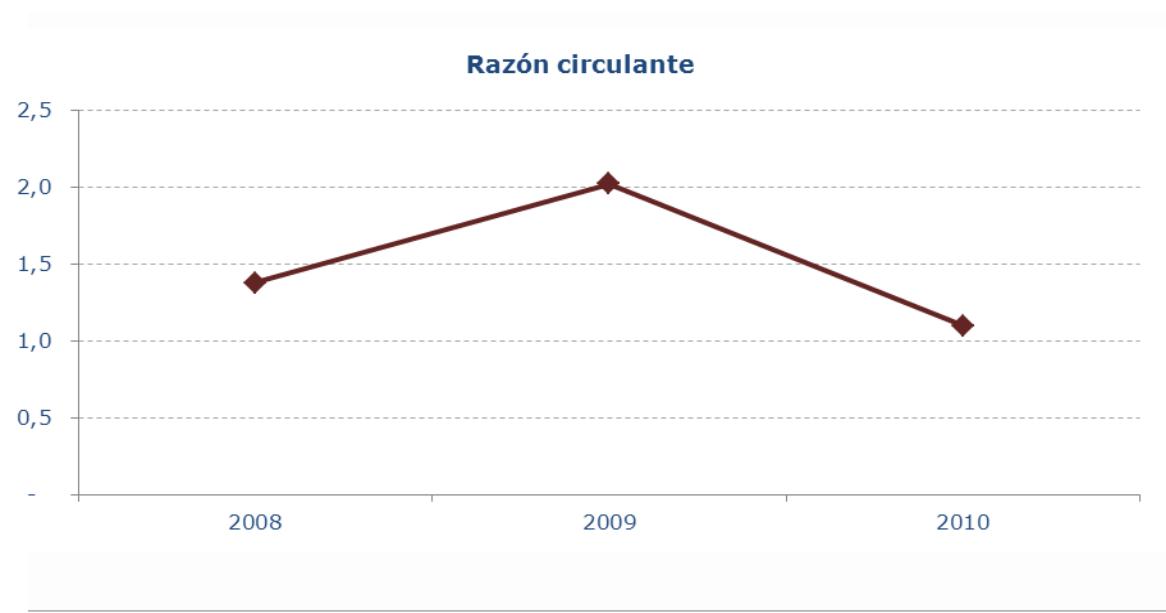
La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos circulantes sobre pasivos circulantes) disminuyó de dos veces en 2009 a 1,1 veces en 2010. Esta disminución se explica principalmente por un aumento de 102% (\$ 19.860 millones) del pasivo circulante en comparación con un incremento de 10% (\$ 3.940 millones) del activo circulante, entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010. Cabe destacar que **Red Salud** mantiene en disponible depósitos a plazo y valores negociables aproximadamente por \$ 19.500 millones (\$ 16.500 en 2009), lo que representa 1,46 veces la deuda financiera de corto plazo (seis veces en 2009).

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la liquidez¹⁰:

⁸ Las cifras del 2008 son la suma de las cuentas de las filiales que consolidan, no son cifras consolidadas. Se muestran a modo de comparación.

⁹ Calculado como deuda financiera a diciembre de 2010 más el monto máximo de la emisión (UF\$ 2.000.000). Situación que se espera no sea así, dado que con la emisión, se prepagaría deuda financiera existente.

¹⁰ Para el año 2008 los datos fueron tomados de los estados financieros individuales por lo que son sólo de referencia.



Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración y ventas sobre ingresos, disminuyó desde 18,1% a 19,6%, esto se explica, como se mencionó anteriormente, por el aumento en los gastos de administración y ventas producidos por la puesta en marcha de Clínica Bicentenario, por ende, en el mediano plazo, se espera que este indicador baje hasta niveles en torno al 18%. En cuanto al margen bruto, este se mantuvo en torno al 27% de los ingresos.

Por otro lado, la rentabilidad del patrimonio¹¹ presentó una disminución desde 7,5% en 2009¹² a 6% en 2010, producto de la menor utilidad registrada en 2010 y un aumento de 4,7% del patrimonio, producto del pago de acciones suscritas en diciembre de 2009 y por las utilidades del ejercicio. La rentabilidad del activo¹³ descendió desde 5,1% en 2009 hasta 4% en 2010. Esta disminución responde al crecimiento de 36,3% que tuvieron los activos totales desde diciembre de 2009 a diciembre de 2010, debido a las inversiones en Clínica Bicentenario, Clínica Avansalud y AraucoSalud.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la rentabilidad y eficiencia¹⁴:

¹¹ Rentabilidad del patrimonio: utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los años 2009 y 2010.

¹² Las cifras del año 2009 no utilizan el promedio en los cálculos, dado que ese año fue el primero en que la empresa consolidó.

¹³ Rentabilidad del activo: Utilidad del ejercicio sobre activos totales promedio de los años 2009 y 2010.

¹⁴ Para el año 2008 los datos fueron tomados de los estados financieros individuales por lo que son sólo de referencia.



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo: Estructura de la sociedad

