



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56-2) 2433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Empresas Red Salud S.A.

Marzo 2019

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

Clasificación de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A
Tendencia	Estable <sup>1</sup>
EEFF base	31 de diciembre de 2018 <sup>2</sup>

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Línea de Bonos a 10 años	Nº 697 de 21.12.2011
Línea de Bonos a 30 años Serie C (BREDS-C)	Nº 698 de 21.12.2011 Primera emisión
Línea de Bonos a 10 años Serie E (BREDS-E)	Nº 860 de 25.07.2017 Primera emisión
Línea de Bonos a 30 años	Nº 861 de 25.07.2017

Red Salud: Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos totales	213.002.448	281.388.517	335.858.485	348.758.231	386.245.613
Costo de ventas	-168.689.305	-220.178.687	-257.926.528	-267.227.606	-289.768.455
<b>Margen bruto</b>	<b>44.313.143</b>	<b>61.209.830</b>	<b>77.931.958</b>	<b>81.530.625</b>	<b>96.477.158</b>
Gastos de administración	-32.342.545	-46.501.712	-55.965.610	-63.124.311	-72.676.357
Otras ganancias (pérdidas)	567.868	949.212	875.671	824.184	18.307.711
<b>Resultado operacional</b>	<b>12.538.466</b>	<b>15.657.330</b>	<b>22.842.019</b>	<b>19.230.498</b>	<b>42.108.512</b>
Costos financieros	-7.503.882	-9.691.409	-9.424.667	-8.967.361	-7.082.592
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>2.689.528</b>	<b>3.811.401</b>	<b>9.147.392</b>	<b>4.923.103</b>	<b>21.103.392</b>
EBITDA	22.158.044	28.180.178	37.022.930	34.902.187	41.110.020

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

<sup>2</sup> 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.

Red Salud: Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	2018
Activos corrientes	62.706.619	84.614.036	100.466.166	114.729.356	111.036.093
Activos no corrientes	242.198.294	300.874.666	290.597.425	293.289.741	307.719.405
<b>Total activos</b>	<b>304.904.913</b>	<b>385.488.702</b>	<b>391.063.591</b>	<b>408.859.948</b>	<b>418.755.498</b>
Pasivos corrientes	74.364.910	132.130.710	96.974.234	109.664.603	111.547.290
Pasivos no corrientes	115.356.065	130.411.246	162.778.564	169.590.723	170.109.160
<b>Pasivos totales</b>	<b>189.720.975</b>	<b>262.541.956</b>	<b>259.752.798</b>	<b>279.255.326</b>	<b>281.656.450</b>
Patrimonio	115.183.938	122.946.746	131.310.793	129.604.622	137.099.048
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>304.904.913</b>	<b>385.488.702</b>	<b>391.063.591</b>	<b>408.859.948</b>	<b>418.755.498</b>
Deuda financiera	121.127.469	145.491.215	178.221.191	197.911.887	208.423.070

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)** es una sociedad *holding* constituida en 2008, que mediante sus filiales, participa en actividades de prestaciones propias del área de la salud. A diciembre de 2018, está constituida por una red de 9 clínicas y 34 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

La entidad es controlada por Inversiones La Construcción S.A. (ILC), firma que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Sus filiales más importantes son Centro Médico y Dental Red Salud (100%), Clínica Red Salud Vitacura (100%), Clínica Red Salud Providencia (100%), Clínica Red Salud Santiago (100%), Clínica Red Salud Iquique (92%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100%) y Red Oncosalud (100%).

A septiembre de 2018, **Red Salud** generó ingresos por \$287.299 millones (US\$ 435,0 millones<sup>3</sup>) y un EBITDA de \$31.128 millones (US\$ 47,1 millones). En septiembre de 2018, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$205.201 millones (US\$ 310,7 millones), con un patrimonio total consolidado de \$137.047 millones (US\$ 207,5 millones).

La modificación en la tendencia de la clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Red Salud**, desde “En Observación” a “Estable” responde, principalmente, a la mejora en los resultados de la compañía, especialmente de las clínicas en proceso de consolidación que, durante 2017, habían registrado un menor desempeño respecto a lo esperado. Si bien la consolidación de las inversiones ha sido más lenta de lo presupuestado inicialmente por la administración, se valora la consistencia del grupo en racionalizar las operaciones permitiendo mayores sinergias y mejoras en la capacidad de generación de flujos.

<sup>3</sup> Tipo de cambio utilizado \$660,42/US\$ al 30/09/2018.

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 y dentales hasta intervenciones quirúrgicas de alta complejidad- accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas y ubicación geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva.

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

La categoría de riesgo asignada también reconoce que **Red Salud** es filial de ILC, sociedad con información pública y un elevado nivel de solvencia. Cabe señalar, que ILC es controlada por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

Dentro de los aspectos que se han incorporado como positivo, se incluye la experiencia y formación de los equipos directivos a nivel de filiales y de matriz. Asimismo, se considera un elemento favorable que el controlador de **Red Salud** participe desde sus orígenes en la mayoría de las empresas productivas, siendo un actor relevante en el negocio de seguros de salud (isapres), lo que le permite conocer a cabalidad este sector.

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

Otros elementos favorables incluidos en la evaluación son el buen posicionamiento de la marca, la amplitud de su mercado objetivo, las fortalezas propias de los centros médicos y dentales Red Salud y clínicas Red Salud Providencia y Vitacura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación) y el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **Red Salud**, en relación con su nivel de deuda individual, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas de la salud que transan en bolsa.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración por deudores, que en la práctica -dada la estructura de seguros de salud en Chile- corresponden a siete entidades, básicamente isapres, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Más allá del estado financiero actual de estas entidades y las regulaciones existentes (respaldo de obligaciones), nada asegura que dicha situación se mantenga en el largo plazo (horizonte de tiempo de los bonos). Pese a esto, a juicio de **Humphreys**, este riesgo, en general, tiene baja probabilidad de

---

manifestarse lo cual no inhibe su manifestación como lo han mostrado hechos recientes, además este riesgo es transversal a todos los participantes de la industria.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación se relaciona con la concentración de los ingresos y el EBITDA por establecimientos médicos. Sin embargo, este riesgo se ve aminorado debido a que los centros médicos y dentales Red Salud por sí solos presentan una mayor diversificación, ya que cuenta con una red de 34 establecimientos a lo largo de todo Chile. Además, cabe señalar que la concentración ha disminuido desde 2015 debido a la entrada de las clínicas regionales.

La rápida obsolescencia de los equipamientos también fue analizada en la evaluación, pues genera inversiones recurrentes que presionan la caja de la compañía. Pese a lo anterior, la sociedad tiene la posibilidad de reubicación de los mismos (por su extensa red) y existen en el mercado posibilidades de financiamiento (*leasing*).

Es importante destacar, que la clasificación de riesgo incorpora el hecho que los niveles de deuda de la compañía están asociados, en gran parte, a activos en etapa de ejecución u operativos, pero cuya generación de flujo aún no alcanza su total consolidación. Dado lo anterior, la situación actual de **Red Salud** subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo la cual debiera incrementarse en los años venideros, una vez que la clínica Red Salud Santiago y la clínica Red Salud Vitacura alcancen todo su potencial. Se espera que cuando estas clínicas consoliden su capacidad de generación de flujo, los *ratios* de endeudamiento relativo a EBITDA se sitúen en valores en torno a las 3 veces.

A futuro, la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que la maduración y rentabilidad de las inversiones sean superiores y consistentes en el tiempo, respecto a lo que **Humphreys** ha asumido en su evaluación.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

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

### Fortalezas complementarias

- Negocio con estabilidad de márgenes.
- Pertener a la CChC (grupo que cuenta entre sus filiales a una Isapre y una compañía de seguros) y equipos profesionales con amplia experiencia en el rubro.
- Adecuado nivel de activos susceptibles de entregar en garantías.

### Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marcas.

### Riesgos considerados

- Importancia relativa de activos que aún no están consolidados, en términos de ingresos y niveles de inversión futuros (riesgo transitorio, en descenso y controlado dentro de lo posible).
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Concentración de ingresos y EBITDA por establecimiento médico (riesgo cuyo efecto sobre el emisor es susceptible de aminorar vía seguros).
- Industria con un alto nivel de competencia.
- Rápida obsolescencia del equipamiento médico, que presiona la caja de la compañía por el nivel de inversiones requerido (riesgo de baja magnitud).

## Hechos relevantes

### Resultados a septiembre de 2018

A septiembre de 2018, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$287.299 millones, lo que representó un crecimiento de 10,6% respecto a igual período del año anterior. Esta alza fue impulsada por una mayor actividad en ambulatoria (consultas médicas, exámenes de laboratorio e imágenes) (10,2%) y por un crecimiento en los ingresos hospitalarios (11,4%).

En septiembre de 2018, los costos de explotación alcanzaron los \$214.044 millones, lo que implicó un incremento de 7,7% respecto a septiembre de 2017 debido al crecimiento de la venta se tuvo un mayor costo por participaciones médicas, costos de personal y materiales clínicos.

La ganancia bruta de la compañía creció un 20,0%; de este modo el margen bruto como porcentaje de los ingresos de **Red Salud** pasó de 23,5%, en septiembre de 2017, a 25,5%, en septiembre de 2018.

El total de gastos de administración sumó \$54.808 millones a la misma fecha, lo que significó un aumento de 15,1% respecto al periodo anterior. Esto se debe a un mayor gasto del personal administrativo por la apertura de nuevos centros médicos, publicidad y asesorías.

Finalmente, el resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$18.517 millones, lo que representa un crecimiento de 454,5% respecto a lo registrado a septiembre del año anterior, donde alcanzó utilidades por \$3.340 millones. Sin embargo, a comienzos de 2018 Clínica Red Salud Santiago vendió su participación en Atesa lo que generó una utilidad no recurrente de \$12.341 millones, dado esto, si se excluye este valor la utilidad alcanza \$6.176 millones, superior en 84,9% respecto a lo obtenido en septiembre de 2017.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$31.128 millones, lo que implica un alza de 21,0% respecto de septiembre de 2017, esto, como ya se ha hecho mención, debido al mayor EBITDA de todas las filiales (a excepción de los centros médicos Red Salud) asociado a la mayor actividad ambulatoria y hospitalaria y una mayor eficiencia en costos y gastos.

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** pasó de \$197.912 millones, en diciembre de 2017, a \$205.201 millones, en septiembre de 2018, lo que representa un aumento de 3,7%.

### Hechos recientes

Dado el plan de rediseño de modelo de negocio que viene implementando la institución con la finalidad de funcionar y ser reconocidos como la red de salud privada líder del país, en 2018 genera el cambio de marca de todas sus clínicas y centros médicos.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Sólida estrategia de negocios:** La empresa basa su estrategia de negocios en una amplia variedad de prestaciones, extendida en todo el territorio nacional, lo que le permite generar sinergias entre los distintos operadores de su red, entregar una atención global y efectuar servicios cruzados entre las diferentes clínicas y centros de atención, manteniendo cautivo al cliente. En conjunto, la red genera más de 11<sup>4</sup> millones de prestaciones; a la fecha dispone de 985 camas<sup>5</sup> y 1.436 boxes de consulta médica, urgencias y dentales a fines de 2018.

<sup>4</sup> Considera Intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, consultas de urgencia, consultas dentales, exámenes de laboratorio e imagenología.

<sup>5</sup> Considera camas instaladas de médico quirúrgico, ginecobstetricia y unidad de paciente crítico.

**Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento:** La población en Chile posee mayor esperanza de vida lo que se produce en una tendencia al envejecimiento de esta, la experiencia muestra que, por lo general, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más. Según proyecciones demográficas del INE<sup>6</sup>, actualmente, el 15,3% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,3% y en 2030 a 22,3%.

Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 8,1%<sup>7</sup> del PIB, lo que es un porcentaje bajo respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 8,9%. 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, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%<sup>8</sup>.

**Apoyo de la matriz:** La compañía cuenta con el respaldo de la Cámara Chilena de la Construcción, entidad que, en conjunto con su red social e inversiones, administra recursos destinados al gasto social privado equivalentes al 15% del PIB nacional, y conforma la red social privada más grande de Chile. Por su parte, el vehículo de inversión del gremio, ILC, presenta una sólida posición financiera que se refleja en una elevada capacidad de pago, sumado al hecho que ILC cuenta en sus contratos de emisiones de bonos con cláusulas de *cross default* con sus filiales relevantes, siendo una de ellas **Red Salud**.

Cabe señalar, que el patrimonio de la sociedad matriz, a septiembre de 2018, asciende a \$831.476 millones. De esta manera, el patrimonio de Red Salud equivale al 16,5% del patrimonio de ILC.

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

**Posicionamiento de mercado:** **Red Salud** se ha posicionado como uno de los principales prestadores de servicios en el área de salud, contando con 9 clínicas y 34 centros de atención ambulatoria y dental. Asimismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado<sup>9</sup>, y con amplia trayectoria (Clínicas Red Salud Vitacura y Providencia y Centros Médicos y Dentales Red Salud). La red representa, aproximadamente, el 19%<sup>10</sup> de las camas perteneciente a las clínicas

<sup>6</sup> Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE.

<sup>7</sup> <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

<sup>8</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

<sup>9</sup> A juicio de **Humphreys**, el cambio de nombre de algunas clínicas no debiera afectar este hecho (por la asociación con sus respectivas ubicaciones).

<sup>10</sup> Enviado por la compañía en base a datos de Clínicas de Chile a diciembre de 2018.

privadas del país, además lleva a cabo cerca del 6,5%<sup>11</sup> de las consultas médicas realizadas en el país y es líder en el mercado dental.

**Importancia relativa del activo fijo:** La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de US\$ 229,6 millones en propiedades, plantas y equipos libres de garantía susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 1,4 veces la deuda financiera libre de garantía. Esta situación dota de flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

**Elevado valor de los activos:** De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas ligadas al rubro de la salud (clínicas) que transan en bolsa, el valor económico de las filiales de **Red Salud** es más de 4,0 veces la deuda financiera individual de **Red Salud**.

## Factores de riesgo

**Elevado nivel de endeudamiento:** Las constantes inversiones en ampliación y mantenimiento habían llevado a un elevado nivel de endeudamiento relativo del emisor y crecientes en los últimos años, sin embargo, dado los mejores resultados a septiembre de 2018, la relación deuda financiera sobre EBITDA cerró en 5,0 veces, mostrando una disminución respecto a septiembre de 2017 donde tenía un valor de 6,1 veces, mientras que en relación al FCLP cerró en 8,8 veces (si se considera el total de activos, sin descontar aquellos en etapa de ejecución),

Es necesario destacar que dos inversiones recientes, Clínica Red Salud Providencia, cuyo proceso de ampliación finalizó en 2010, y Clínica Red Salud Santiago ya muestran su tendencia favorable en términos de flujos (sin considerar la huelga de 2017 que les produjo menores resultados); por su parte la Clínica Red Salud Vitacura presentó mejoras considerables en sus resultados luego que entraron en operación las dos torres conjuntas.

**Consolidación de las inversiones:** Si bien el endeudamiento de la compañía es consistente con los niveles de inversión realizados, su valor relativo actual respecto a la generación de caja no es representativo de su valor de largo plazo aún, y solo será conocido una vez que maduren totalmente las nuevas inversiones de la compañía, en especial Clínica Red Salud Santiago, tanto por su importancia monetaria como por ser relativamente nueva (no como las ampliaciones efectuadas a Clínica Red Salud Providencia y los avances de Clínica Red Salud Vitacura, que son clínicas consolidadas, lo que disminuye el riesgo de las inversiones, aunque no asegura su rentabilidad). Cabe señalar, que se trata de un riesgo que va reduciendo su importancia en el tiempo.

**Concentración de ingresos por establecimiento médico:** La mayor parte de los ingresos está concentrado en Centros Médicos y Dentales Red Salud (28,8%), Clínicas Regionales (20,9%), Clínica Red Salud Santiago (17,2%), Clínica Red Salud Providencia (14,4%) y Clínica Red Salud Vitacura

<sup>11</sup> Calculado en base a consultas médicas (Isapres y MLE Fonasa) reportadas por Clínicas de Chile A.G. en su documento "dimensionamiento del sector privado en Chile: actualización a cifras año 2016".

---

(16,2%)<sup>12</sup>. Esta condición podría llevar a una baja importante en los ingresos y generación de caja de **Red Salud** ante un siniestro que pudiera afectar a alguno de los inmuebles, sin perjuicio de reconocer que las existencias de seguros, incluidas pérdidas por paralización, mitigarían las mermas, no así las presiones en la liquidez de la empresa y los efectos comerciales.

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

Sin embargo, el análisis considera que Centros Médicos y Dentales Red Salud por sí solo presenta una alta diversificación de sus ingresos, ya que cuenta con 34 centros médicos, distribuidos a lo largo de todo Chile, lo que hace poco probable un siniestro que pudiese afectar a la red como un todo.

**Concentración de deudores:** En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, los ingresos de **Red Salud** provienen de tres clientes: Fonasa y dos isapres nacionales (Consalud y Cruz Blanca), lo que se traduce en una concentración de los ingresos de la compañía en pocos deudores. Por ende, un escenario de iliquidez de alguna de estas entidades puede provocar una disminución de la recaudación de la compañía (con todo, se reconoce que la legislación obliga a las isapres a provisionar las cuentas por pagar con inversiones de bajo nivel de riesgo). Cabe destacar, que esta situación es transversal en la industria de la salud, por lo que hace de suma importancia la flexibilidad financiera con la que cuenten los distintos prestadores para sortear un eventual *shock* negativo. También se reconoce que las isapres son entidades reguladas y dentro de las regulaciones se incluye la necesidad de generar reservas para el pago de sus obligaciones y constituir garantías en la Superintendencia de Salud.

**Obsolescencia de infraestructura médica:** El rápido avance de la ciencia aplicada, proceso no ajeno al campo de la medicina, lleva a la recurrente necesidad de actualizar el equipamiento buscando tecnología avanzada, situación que presiona la caja de las empresas. Sin embargo, se reconoce que la extensa red del grupo podría permitir la reubicación de los equipos y que el uso de *leasing* operativo y/o financiero reduce las necesidades de inversión directa.

**Industria con un alto nivel de competencia:** El sector de salud privado en Chile ha tenido un importante desarrollo y, en términos de oferta de infraestructura, ha experimentado un fuerte crecimiento en el tiempo, ya sea por la construcción, ampliación y renovación de clínicas ligadas a las isapres, universidades y clínicas especializadas. Según cifras de la asociación gremial Clínicas de Chile A.G.<sup>13</sup>, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2016 esta cifra llegó a 6.914, mientras que, en el mismo periodo, los centros médicos pasaron de ser 581 a 745. Por un lado, esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital, de modo de mantener la posición relativa en la industria; por otro lado, estas constantes expansiones e inversiones podrían provocar una sobreoferta de camas.

---

<sup>12</sup> Datos calculados al año móvil a septiembre de 2018.

<sup>13</sup> Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2016).

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

## Antecedentes generales

### Historia

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

A septiembre de 2018, la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Centro Médico y Dental Red Salud, Clínica Red Salud Vitacura, Clínica Red Salud Providencia, Clínica Red Salud Santiago, Clínica Red Salud Iquique, Oncosalud, Inmobiliaria Clínicas S.p.A., TI Red S.p.A. y Administradora de Clínicas Regionales Seis.

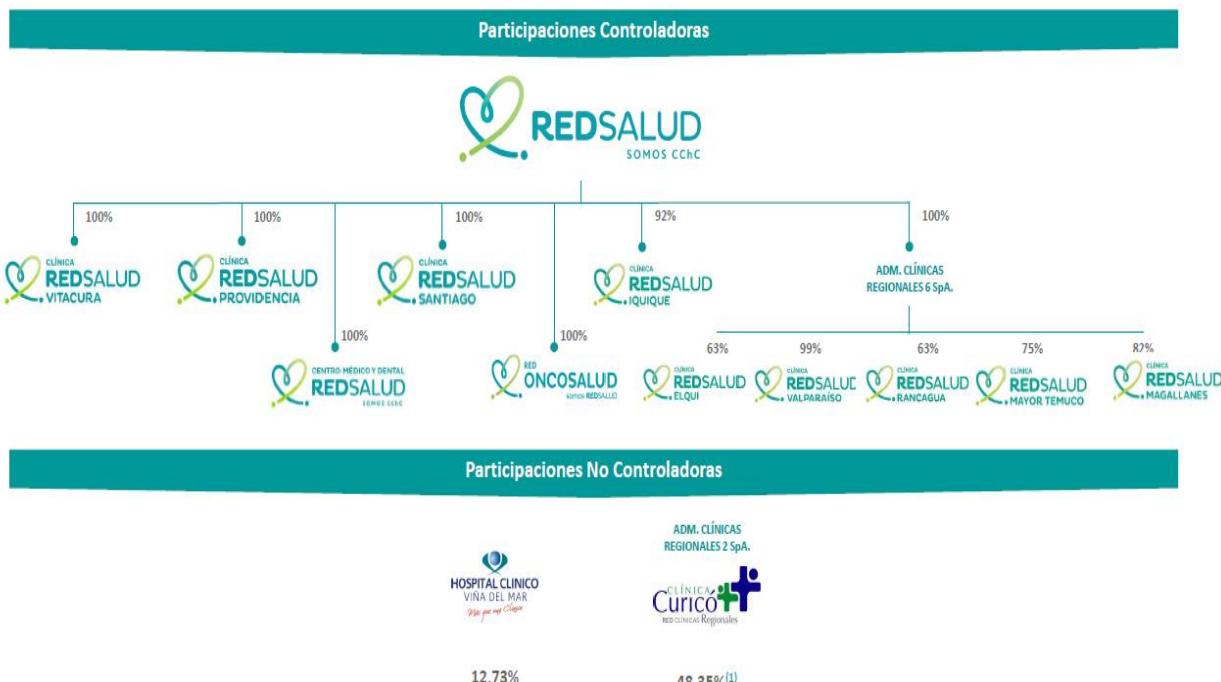
### Propiedad y administración de Red Salud S.A.

#### Accionistas

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

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

## Estructura de la sociedad



Notas: [1] Red Salud posee un 50% de participación en ACR 2 S.A, que posee un 96,69% de participación en Inmob. e Inversiones Curicó S.p.A.

## Modelo médico

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

## Centros Médicos y Dentales Red Salud<sup>14</sup>

Centros Médicos y Dentales Red Salud (CMD Red Salud) fue creada en el año 2000 y es una de las redes ambulatorias, médica y dental más grandes del país. Tiene presencia desde Arica a Punta Arenas con 35 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con cerca de 1.904 profesionales y técnicos tanto del área clínica como de la administración, realizando en 2018, 2,09 millones de consultas médicas a nivel nacional. Así, CMD Red Salud lleva a cabo 8,0 millones de prestaciones<sup>15</sup> de salud en el año,

<sup>14</sup> Ex Megasalud.

<sup>15</sup> Prestaciones: consultas médicas, exámenes de diagnóstico, procedimientos, prestaciones dentales, pabellones de baja complejidad y kinesiológicas.

3,9% superior a las realizadas en 2017, en las que se incluye 7,7 millones atenciones dentales, las consultas médicas mencionadas anteriormente, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

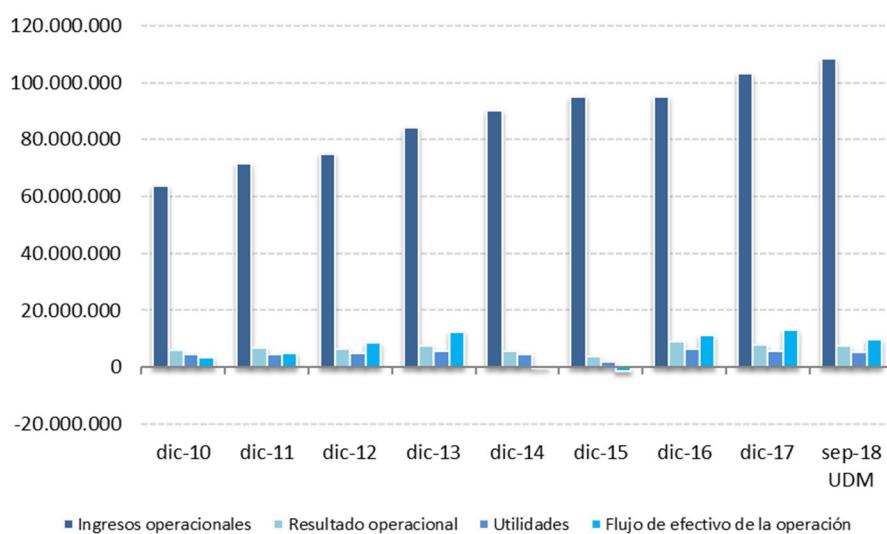
### Situación financiera

En el año móvil a septiembre de 2018, CMD Red Salud obtuvo ingresos por \$108.540 millones, lo que representa un crecimiento de 5,2% y utilidades por \$5.137 millones, las que disminuyeron un 9,0% respecto a diciembre de 2017. Mientras que el flujo de efectivo de la operación alcanzó los \$9.818 millones.

El Ebitda de la compañía disminuyó un 6,4%, respecto de diciembre de 2017, finalizando el periodo en \$11.394 millones. De esta forma, el margen Ebitda disminuyó de 11,8%, en 2017, a 10,5% en el año móvil a septiembre de 2018.

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

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



### Clínica Red Salud Vitacura<sup>16</sup>

Clínica Red Salud Vitacura fue creada en 1992 como una maternidad. Posteriormente, en 2001, amplió sus operaciones para transformarse en clínica de prestaciones generales, incorporando UTI adulto y pediátrica, servicio de urgencia y diagnóstico por imágenes avanzadas, entre otros servicios.

<sup>16</sup> Ex Clínica Tabancura.

---

La sociedad ha invertido en una nueva clínica contigua a la actual, que contempla la edificación de un nuevo inmueble de 34.000 m<sup>2</sup> aproximadamente. Si bien el comienzo de la operación estaba planificado para mediados de 2014, la compañía atravesó por una serie de retrasos que pospusieron la puesta en marcha de la clínica, la que comenzó en agosto de 2017.

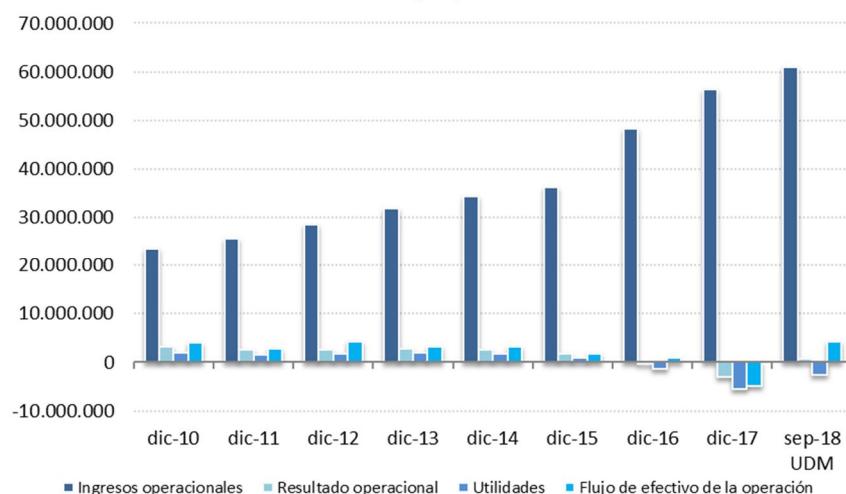
Actualmente, la clínica cuenta con un *staff* de más de 669 profesionales médicos de todas las especialidades distribuidos en una superficie de 65.248 m<sup>2</sup>. Cuenta con 253 camas instaladas censables, 53 boxes de consultas médicas, 11 salas de procedimientos generales y 13 pabellones, entre otros. A diciembre de 2018, tuvo una ocupación de 69,2%, superior a la de 2017 que alcanzó el 64,3%. La clínica realizó cerca de 825 mil prestaciones, que incluyen intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, exámenes de laboratorio, imagenología y consultas de urgencia.

### **Situación financiera de Clínica Red Salud Vitacura**

En el año móvil a septiembre de 2018, Clínica Red Salud Vitacura sumó ingresos por \$60.891 millones, lo que significa un crecimiento de 7,9% respecto de diciembre de 2017. Por su parte, el EBITDA de Clínica Red Salud Vitacura creció en un 332,0%, mientras que el margen EBITDA aumentó desde 1,9%, en 2017, a 7,6%, en el año móvil a septiembre de 2018, dicho aumento se debe a la puesta en marcha de la operación conjunta de las dos torres que había tenido un retraso en 2017. Junto con esto, cabe señalar que la compañía considera dentro de la misma unidad de negocio a Arauco, centro médico de Clínica Red Salud Vitacura y a Inmobiliaria Clínica SpA creada para el desarrollo de proyectos clínicos, que posee como único activo la nueva torre de Clínica Red Salud Vitacura.

Tomando en cuenta lo anterior, la utilidad de Clínica Red Salud Vitacura (Arauco e Inmobiliaria Clínica SpA) pasó de tener pérdidas de \$5.471, en 2017, a perdidas iguales a \$2.633 millones en el año móvil a septiembre de 2018, mientras que el flujo de la operación aumentó desde un valor negativo de \$4.914 millones a flujos positivos iguales a \$4.240 millones en el mismo periodo. En la Ilustración 2 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

**Ilustración 2**  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (\$M)



## Clínica Red Salud Santiago<sup>17</sup>

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

La clínica está ubicada en la comuna de Estación Central y cuenta con un total de 62.240 m<sup>2</sup> construidos, con una infraestructura de 268 camas instaladas censables, 17 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 77 boxes de consultas médicas de especialidades, 32 salas de procedimientos.

A diciembre de 2018, la clínica tuvo una ocupación igual a 73,5% (69,2% en 2017), realizando más de 1,3 millones de prestaciones, que incluye intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, consultas de urgencia, exámenes de laboratorio e imagenología.

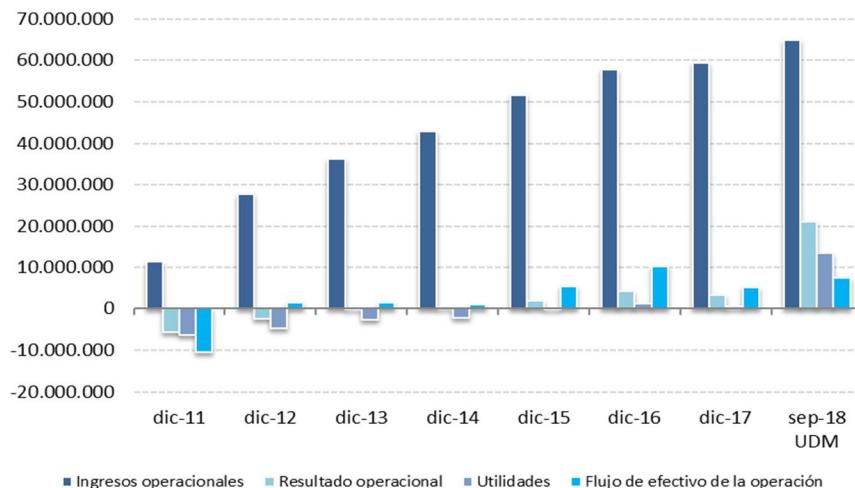
### Situación financiera de Clínica Red Salud Santiago

En el año móvil a septiembre de 2018, obtuvo ingresos por \$64.861 millones que significó un crecimiento de 9,5% respecto de diciembre de 2017. A su vez, el EBITDA de la compañía fue de \$6.083 millones, lo que representó un crecimiento de 23,8%, respecto de 2017, mientras obtuvo una utilidad de \$13.351 millones, al año móvil a septiembre de 2018 (crecimiento de 2.109% respecto de diciembre de 2017). No obstante, si se excluye la utilidad por la venta de Atesa (\$12.341 millones)

<sup>17</sup> Ex Clínica Bicentenario.

esta alcanza \$1.009 millones superior a lo exhibido en 2017 cuando obtuvo utilidades por \$604 millones (crecimiento de 67,0%).

Ilustración 3  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
(\$M)



## Clínica Red Salud Providencia<sup>18</sup>

La Clínica Red Salud Providencia fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. Actualmente, tiene un *staff* de más de 356 médicos especialistas y 280 cirujanos externos, una infraestructura de 30.687 m<sup>2</sup>, 113 camas instaladas censables, 66 boxes de consultas médicas, 32 salas de procedimientos generales y 15 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud.

En los últimos años, la clínica ha tenido un aumento significativo en su actividad, medido por la ocupación de sus camas, pasando de un 48% en 2011; a un 63,7% en 2015 para finalizar en diciembre de 2018 en un 78,4%, superior a lo alcanzado en 2017 donde tenía una ocupación de 76,5%.

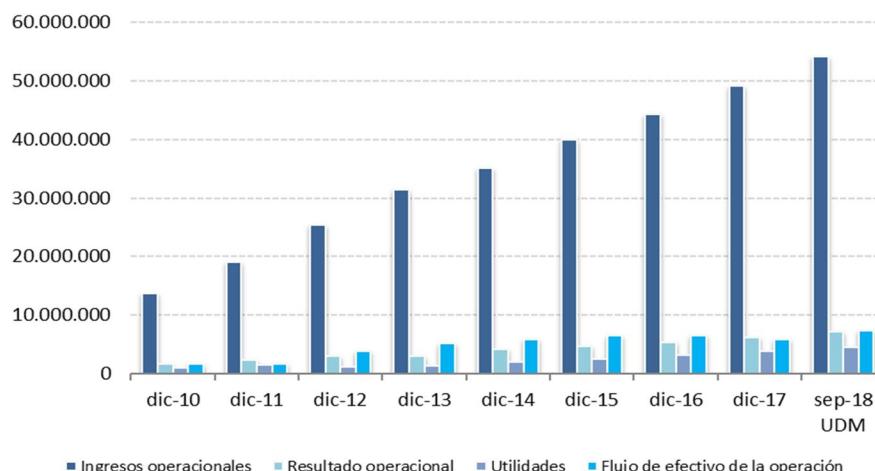
### Situación financiera de Clínica Red Salud Providencia

En el año móvil a septiembre de 2018, Clínica Red Salud Providencia obtuvo ingresos por \$54.133 millones lo que corresponde a un incremento de 10,1% respecto de diciembre de 2017, debido a un mayor nivel en la actividad general y en especial de días camas. En el mismo periodo alcanzó utilidades por \$4.510 millones, lo que representa un incremento de 15,9%, respecto de 2017. El EBITDA alcanzó un valor igual a \$9.624 millones en el año móvil a septiembre de 2018, cifra que

<sup>18</sup> Ex Clínica Avansalud.

representa un aumento de un 10,6% con respecto a diciembre de 2017. En la Ilustración 4 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

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



## Clínica Red Salud Iquique<sup>19</sup>

La Clínica Red Salud Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá, con prestaciones de mediana a alta complejidad, ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 50 camas de hospitalización distribuidas en 4.884 m<sup>2</sup> construidos. Cuenta con un staff de 139 profesionales del área clínica y 4 pabellones centrales y gineco-obstetricos.

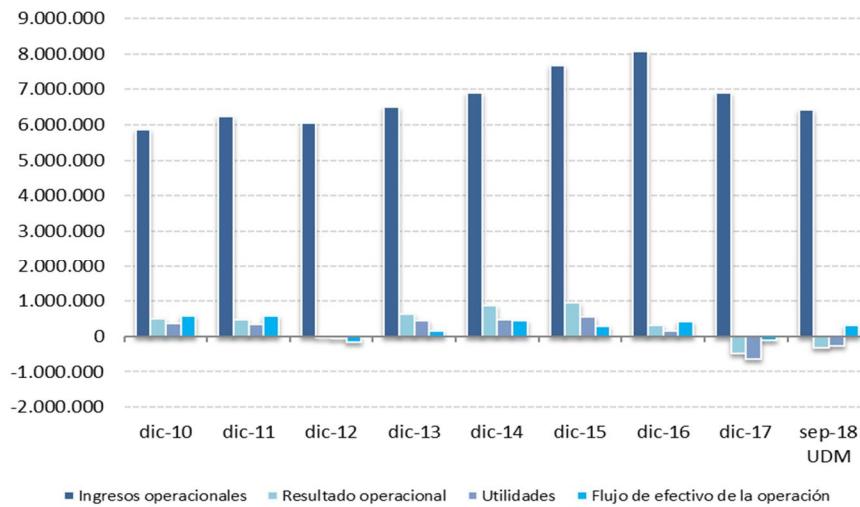
En diciembre de 2018, la ocupación en esta clínica alcanzó el 40,0% y el número de prestaciones cerró en 214 mil.

### Situación financiera de Clínica Iquique

En el año móvil a septiembre de 2018, la Clínica red Salud Iquique obtuvo ingresos por \$ 6.429 millones, un 7,0% inferior a diciembre de 2017, y pérdidas por \$280,1 millones, mejorando respecto de 2017 cuando alcanzaba pérdidas de \$652,3 millones. A continuación, se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.

<sup>19</sup> Ex Clínica Iquique.

**Ilustración 5**  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (\$M)



## Oncosalud<sup>20</sup>

Oncosalud es una sociedad constituida en noviembre de 2011 y está orientada a satisfacer las necesidades de la población que sufre de enfermedades oncológicas, para lo cual debe coordinar una red de prestadores que provean los servicios requeridos por los pacientes. El año 2012 fue el primer año de operación, comenzando en forma paulatina, con la atención de pacientes de patologías como cáncer de mama, cáncer cérvico-uterino y brindando una resolución en todas las patologías oncológicas del adulto. Todas las atenciones fueron efectuadas en las clínicas de **Red Salud**, bajo la administración y seguimiento del modelo de Red Oncosalud.

En el año móvil a septiembre de 2018, Oncosalud tuvo ingresos por \$5.276 millones superior en un 14,2% a lo obtenido en diciembre de 2017 y utilidades por \$568 millones, superior en un 48,2% a lo registrado en 2017.

## Administradora Clínicas Regionales Seis

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

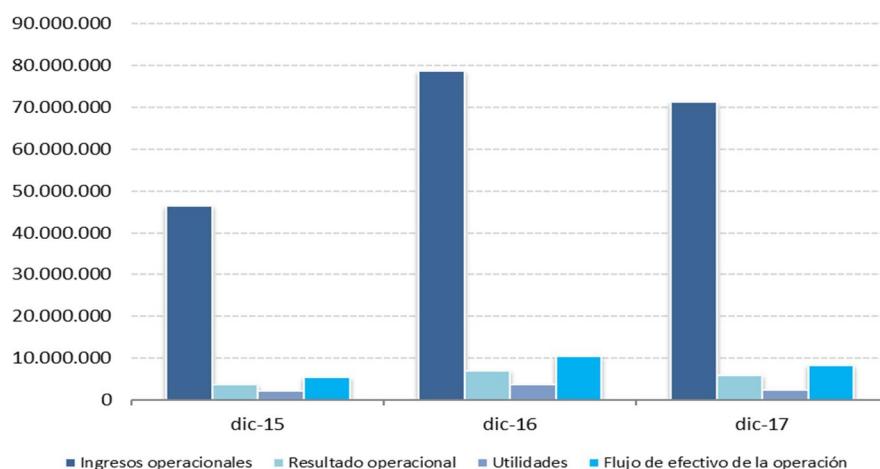
<sup>20</sup> Ex Oncored.

## Situación financiera de Administradora Clínicas Regionales Seis

Este grupo de clínicas tuvo un nivel de ingresos, en el año móvil a septiembre de 2018, iguales a \$78.510 millones superior en un 10,1% respecto de diciembre de 2017, con un EBITDA de \$10.095 millones aumentando en un 14,5% desde 2017.

El margen EBITDA de la sociedad pasó de 12,4%, en 2017, a 12,9% en el año móvil a septiembre de 2018. Por su parte, la utilidad de la compañía fue de \$2.501 millones, superior en un 13,1% con respecto a diciembre de 2017.

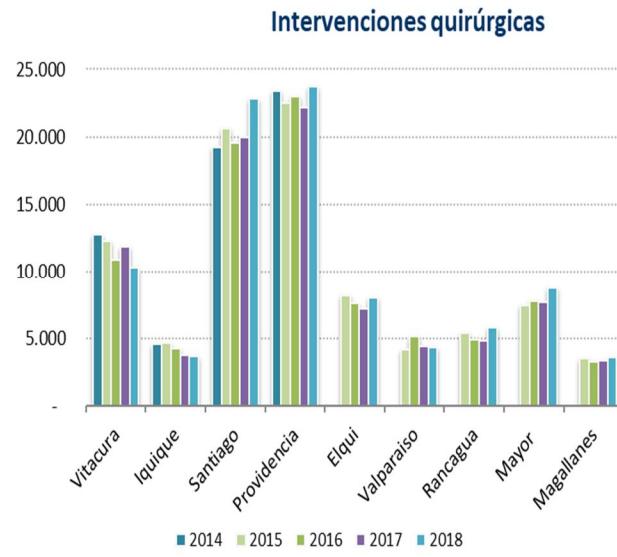
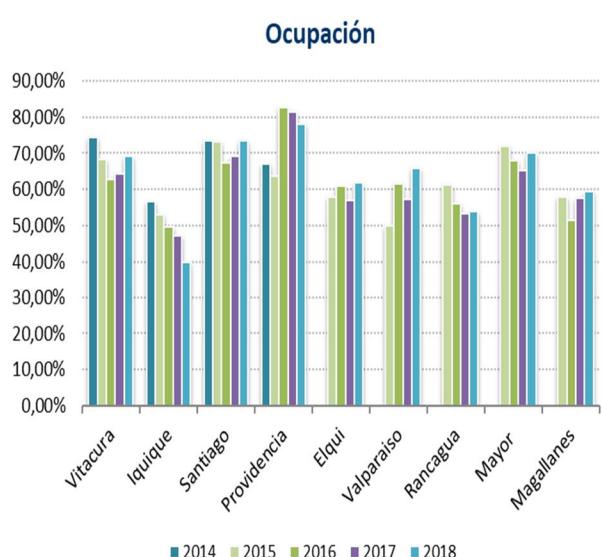
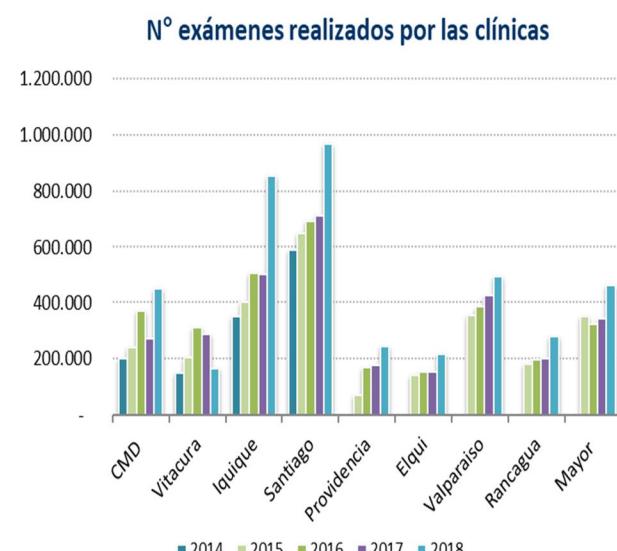
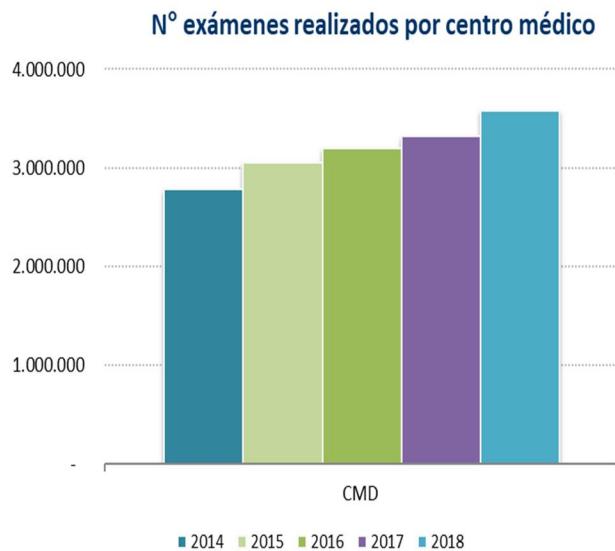
**Ilustración 6**  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
(En \$M. Entre mayo y diciembre de 2015 y 2016 y 2017)



## Hospital Clínico de Viña del Mar

El Hospital Clínico de Viña del Mar es una institución donde **Red Salud** tiene una participación minoritaria de 12,73%.

**Ilustración 7**  
**Resumen del nivel de actividad por centro médico y clínicas**  
(2014-Sept 18)



## Análisis financiero<sup>21</sup>



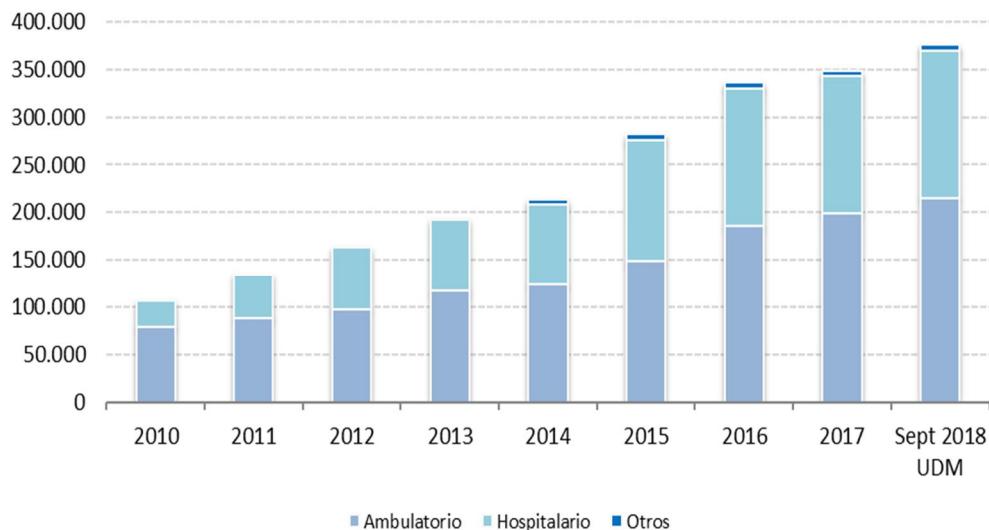
### Evolución de los ingresos y EBITDA

En el año móvil a septiembre de 2018, los ingresos consolidados de Red Salud alcanzaron los \$380.854 millones, lo que significó un aumento del 6,1% respecto de septiembre de 2017. Por un lado, el área ambulatoria -compuesto por Centros Médicos y Dentales Red Salud, Arauco Salud y por las operaciones ambulatorias de los centros médicos de las clínicas que controla Red Salud- reportó ingresos por \$214.322 millones en el año móvil a septiembre de 2018, un 7,6% superior a lo obtenido en diciembre de 2017, principalmente por una mayor actividad en consultas médicas, exámenes de laboratorio e imágenes, además de un crecimiento de un 30,6% en resonancias médicas. Por su parte, el área dental creció en 3% a pesar de la mayor competencia en el rubro. Por otra parte, el segmento hospitalario -compuesto por las clínicas Red Salud Santiago, Vitacura, Providencia, Regionales e Iquique- reportó ingresos por \$155.418 millones, un 8,5% superior a lo reportado en 2017, en especial por los mejores resultados de la Clínica Red Salud Vitacura.

Por su parte, el EBITDA de la compañía aumentó en 13,5% en el año móvil a septiembre de 2018 respecto de diciembre de 2017. Este crecimiento radicó, principalmente, en los mejores resultados de todos los segmentos de la red y además las mayores eficiencias en costos de personal.

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

Ilustración 8  
**Ingresos según segmento**  
(\$M. 2010 - UDM sept 2018)

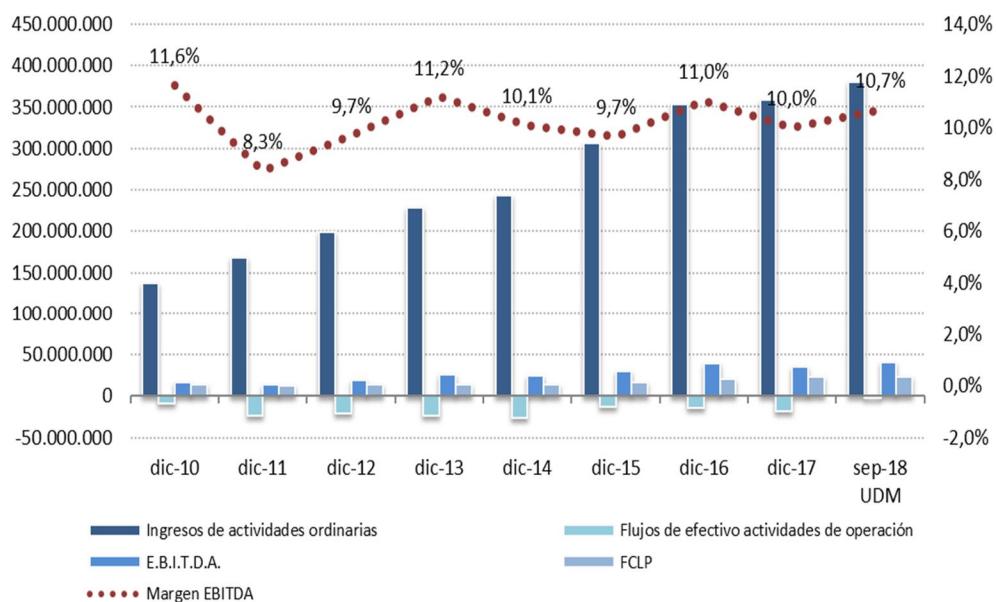


<sup>21</sup> La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a septiembre de 2018.

El margen EBITDA consolidado de **Red Salud** en el año móvil a septiembre de 2018 fue de 10,7%, superior a lo obtenido a diciembre de 2017 cuando alcanzó un 10,0%.

En la Ilustración 9 se muestra la evolución de los ingresos y EBITDA:

**Ilustración 9**  
**Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP**  
(\$M)

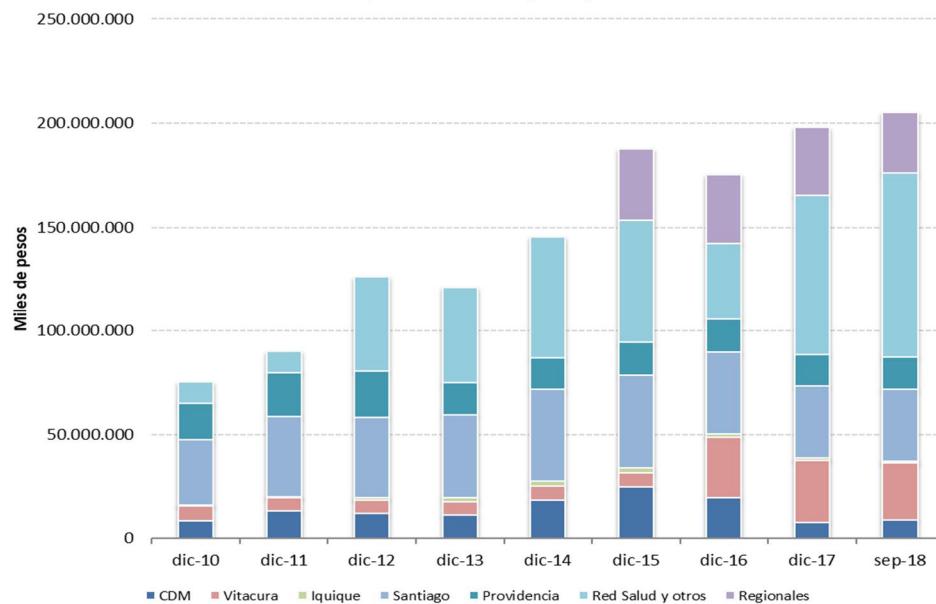


## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** aumentó un 12,9% durante 2017, alcanzando \$205.201 millones (\$197.912 millones en 2017). Esto obedeció a un aumento de \$9.403 millones de la deuda de largo plazo. El 40% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 25% a arrendamientos financieros, el 30% a deuda por emisión de bonos y un 5% a línea de sobregiro.

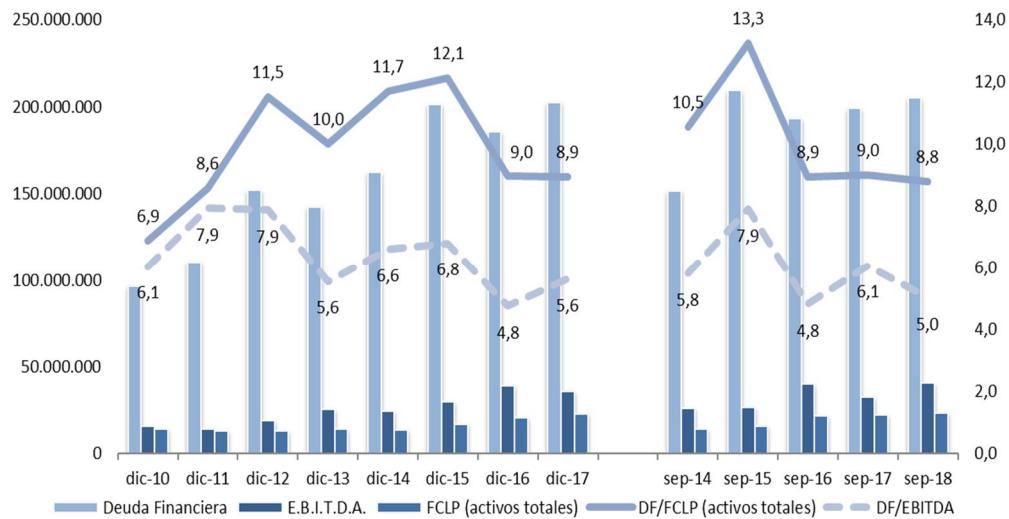
La deuda financiera consolidada de la empresa a septiembre de 2018 se reparte en un 16,9% a Clínica Red Salud Santiago, un 14,2% a Administración de Clínicas Regionales Seis, un 13,5% a Clínica Red Salud Vitacura, 7,4% a Clínica Red Salud Providencia, 4,3% a Centros médicos y dentales Red Salud, 0,4% a Clínica Red Salud Iquique y 43,3% a la matriz, tal como se muestra en Ilustración 10.

**Ilustración 10**  
**Evolución de la deuda financiera**  
 (\$M. 2010 – Sept 18)



Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA disminuyó desde 5,6 veces, en 2017, a 5,0 veces, en el año móvil a septiembre de 2018. Por su parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>22</sup>) se mantuvo con respecto se situó en 8,8 veces.

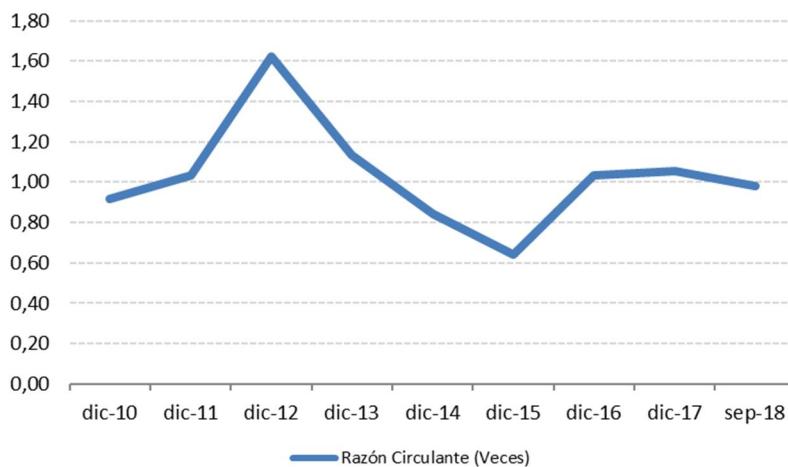
**Ilustración 11**  
**Evolución del endeudamiento financiero relativo**  
 (\$M. 2010 – UDM sept 2018)



<sup>22</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.

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) exhibió un valor de 0,98 veces en septiembre de 2018, inferior que en 2017 donde alcanzaba las 1,05 veces. En la Ilustración 12 se muestra la evolución de la liquidez:

Ilustración 12  
**Evolución razón circulante**  
(Veces)

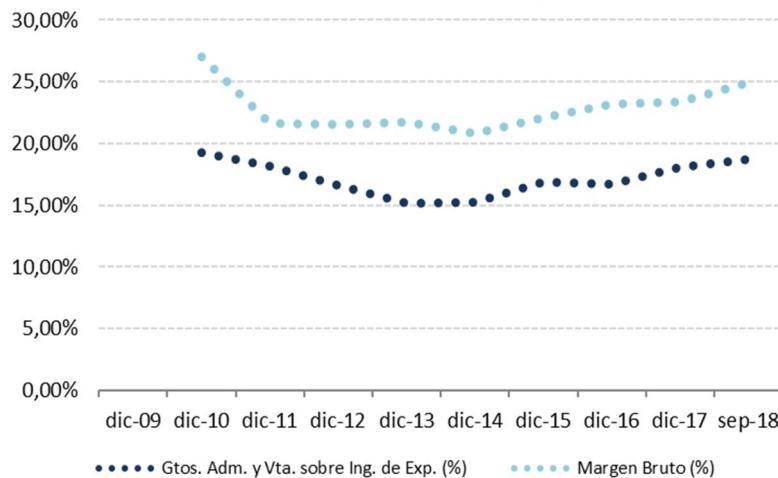


## Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración sobre ingresos, ha mostrado una clara tendencia al alza desde diciembre de 2013, con un *ratio* igual a 15,13% y al año móvil a septiembre de 2018 con un *ratio* igual a 18,7%.

El margen bruto aumentó entre 2014 y al año móvil a septiembre de 2018, pasando de 20,81% a 24,90%.

Ilustración 13  
**Evolución niveles de eficiencia**  
(%. 2009 – UDM sept 2018)



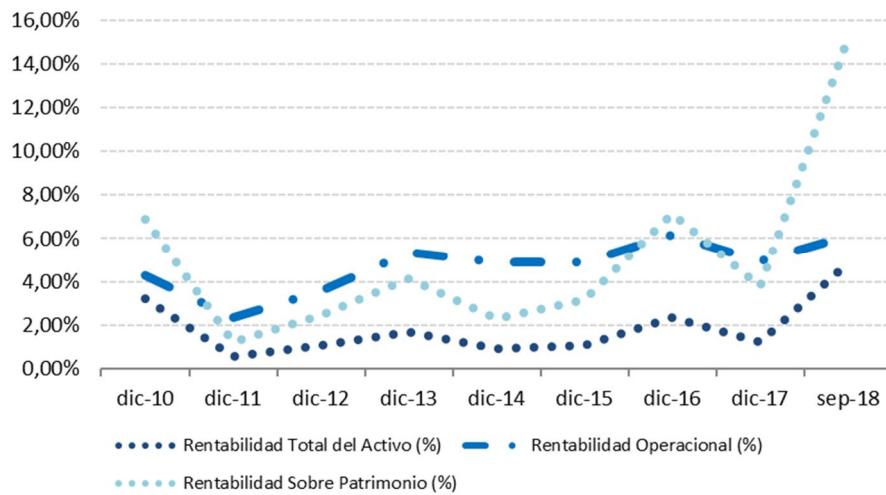
Por otro lado, en el último año **Red Salud** experimentó aumentos en las rentabilidades operacional<sup>23</sup>, sobre el patrimonio<sup>24</sup>, y el activo<sup>25</sup>. En el primer caso, pasó de 4,94%, en 2017, a 6,11% a septiembre de 2017, mientras que la rentabilidad sobre patrimonio pasó de 3,75% a 15,14% en el mismo periodo. La rentabilidad sobre los activos, por su parte, creció desde 1,22% a 4,86% a septiembre de 2018. Este crecimiento se debe al aumento en la utilidad de Red Salud, en parte, por mejor desempeño y, además, por la venta de Atesa.

<sup>23</sup> Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

<sup>24</sup> Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

<sup>25</sup> Rentabilidad del activo: Utilidad neta sobre activos totales menos activos en ejecución.

Ilustración 14  
**Evolución rentabilidades**  
(%. 2010 – UDM sept 2018)



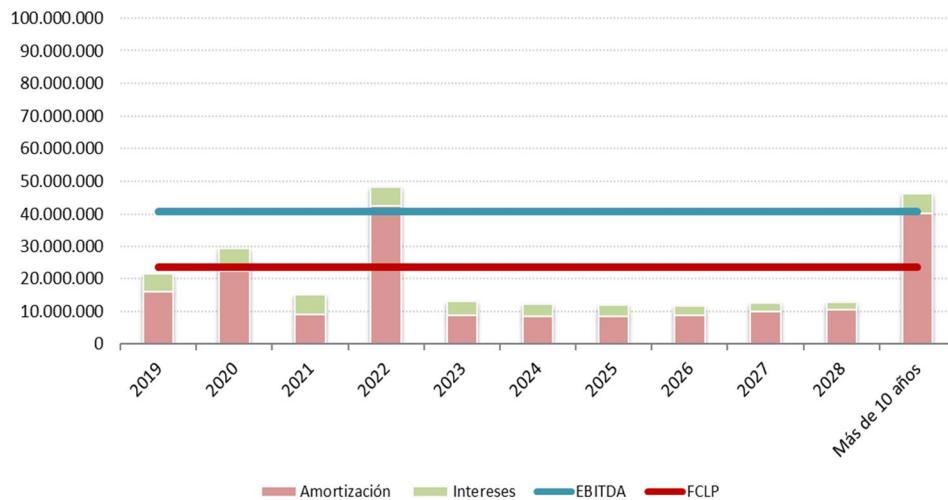
## Perfil de pago de la deuda y generación de flujos<sup>26</sup>

De acuerdo con las proyecciones de la clasificadora –que son más conservadoras que las esperadas por el emisor y que algunos estándares de la industria– el flujo de caja de largo plazo (FCLP) de **Red Salud** es adecuado para responder a sus obligaciones financieras en 2019. Sin embargo, la holgura se ve disminuida en 2020 y, principalmente en 2022 por vencimientos más elevados que, a juicio de la clasificadora, la calidad como sujeto de crédito del emisor facilitaría el refinanciamiento de estos, sobre todo que se trataría de refinaciamientos parciales y, además, que es esperable que a futuro la empresa incremente su generación de flujos, tanto por un mayor ingreso como por un aumento en los márgenes de operación.

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

<sup>26</sup>Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

**Ilustración 15**  
**Evolución perfil de vencimientos**  
(M\$)



## Características de las líneas de bonos

Covenants líneas de bonos (Línea 698-Serie C)			
	Límite	31/12/2017	30/09/2018
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,53 veces	1,50 veces
EBITDA/gastos financieros netos	Entre 31/03/2015 hasta 31/12/2015 superior a 2,5 veces  Desde el 31/03/2016 Superior a 3,0 veces	3,97 veces	4,51 veces
Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	3,20 veces	2,80 veces

Covenants líneas de bonos (Línea 860-Serie E)			
	Límite	31/12/2017	30/09/2018
Deuda financiera neta/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,46 veces	1,33 veces
Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	3,20 veces	2,80 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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*