



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas  
José Manuel Eléspuru P.  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
jose.elespuru@humphreys.cl  
carlos.garcia@humphreys.cl

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

Marzo 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de Bonos Tendencia EEFF base	A Estable 31 de diciembre de 2020 <sup>1</sup>

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

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos totales	335.858.485	348.758.231	386.245.613	416.043.066	398.513.606
Costo de ventas	-257.926.528	-267.227.606	-289.768.455	-314.814.811	-319.830.794
<b>Margen bruto</b>	<b>77.931.958</b>	<b>81.530.625</b>	<b>96.477.158</b>	<b>101.228.255</b>	<b>78.682.812</b>
Gastos de administración	-55.965.610	-63.124.311	-72.676.357	-76.500.876	-72.312.238
Otras ganancias (pérdidas)	875.671	824.184	18.307.711	1.947.975	3.129.994
<b>Resultado operacional<sup>2</sup></b>	<b>21.966.347</b>	<b>18.406.314</b>	<b>23.800.801</b>	<b>24.727.379</b>	<b>6.370.574</b>
Costos financieros	-9.424.667	-8.967.361	-10.093.105	-10.387.028	-11.580.722
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>9.147.392</b>	<b>4.923.103</b>	<b>21.103.392</b>	<b>7.754.723</b>	<b>-5.368.181</b>
EBITDA	37.022.930	34.902.187	41.110.020	46.403.394	31.131.645

Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020
Activos corrientes	100.466.166	115.570.207	111.036.093	114.451.992	161.052.430
Activos no corrientes	290.597.425	293.289.741	307.719.405	349.532.600	401.142.215
<b>Total activos</b>	<b>391.063.591</b>	<b>408.859.948</b>	<b>418.755.498</b>	<b>463.984.592</b>	<b>562.194.645</b>
Pasivos corrientes	96.974.234	109.664.603	111.547.290	143.408.496	135.432.101
Pasivos no corrientes	162.778.564	169.590.723	170.109.160	182.743.535	241.525.046
<b>Pasivos totales</b>	<b>259.752.798</b>	<b>279.255.326</b>	<b>281.656.450</b>	<b>326.152.031</b>	<b>376.957.147</b>
Patrimonio	131.310.793	129.604.622	137.099.048	137.832.561	185.237.498
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>391.063.591</b>	<b>408.859.948</b>	<b>418.755.498</b>	<b>463.984.592</b>	<b>562.194.645</b>
Deuda financiera	178.221.191	197.911.887	208.423.070	247.510.839 <sup>3</sup>	274.089.785 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2020 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.

<sup>2</sup> Resultado Operacional = Margen bruto – Gastos de administración - Otras ganancias perdidas.

<sup>3</sup> A partir del año 2019 la empresa refleja en Deuda Financiera sus obligaciones asociadas a IFRS-16 por contratos de arrendamiento. A diciembre 2020 estas obligaciones alcanzaron \$ 23.940 millones y a diciembre 2019 fueron de \$24.799 millones.

## Fundamento de la clasificación

**Empresas Red Salud S.A. (RedSalud)** 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 2020, está constituida por una red de 9 clínicas y 41 centros de atención médica y dental 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 Centros Médicos y Dentales RedSalud (99,99%), Clínica RedSalud Vitacura (99,99%), Clínica RedSalud Providencia (99,99%), Clínica RedSalud Santiago (99,99%), Clínica RedSalud Iquique (92,20%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100%) y Red Oncosalud (100%).

A diciembre de 2020, **RedSalud** generó ingresos por \$398.514 millones y un EBITDA de \$31.132 millones. En diciembre de 2020, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$274.090<sup>4</sup> millones, con un patrimonio total consolidado de \$185.237 millones.

Producto de la crisis provocada por el Covid-19, la compañía disminuyó significativamente sus ingresos y su EBITDA, principalmente en el segundo trimestre de 2020, período que se correlaciona con la mayor severidad en la restricción de desplazamientos y operacionales tanto para la actividad ambulatoria y dental, así como también para la actividad quirúrgica, siendo abril el mes con una mayor contracción en su actividad. Previendo lo anterior, el emisor llevó a cabo un plan de reforzamiento de su liquidez para enfrentar el adverso entorno que, por los resultados, puede ser calificado como adecuado y prudente. Por otra parte, ya se observa el repunte en la actividad del sector salud, el cual comenzó a mostrar mejoras en el tercer trimestre de 2020, lo que se acentuó en los últimos tres meses del año. En lo pronto es de esperar que producto del plan de vacunación para el 2021 no se vean reducciones importantes en la actividad como las del segundo trimestre de 2020, sin perjuicio de que la compañía en 2020 demostró tomar las medidas necesarias en cuanto a resguardar su liquidez y funcionalidad.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **RedSalud** 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, diversificación geográfica y una sólida posición competitiva.

<sup>4</sup> A diciembre 2020 las obligaciones por IFRS- 16 alcanzaron los \$ 23.940 millones.

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 **RedSalud** 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 positivos, 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 **RedSalud** 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 RedSalud y clínicas RedSalud Providencia y Vitacura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación) y el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **RedSalud**, 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 y Fonasa, 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 en el pasado, 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. Aun cuando se reconoce que la concentración ha disminuido en el tiempo, algunas clínicas todavía representan un porcentaje relevante de las ventas del grupo.

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 de 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 **RedSalud** subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo, la que debiera incrementarse en los años venideros, una vez que la clínica RedSalud Santiago y la clínica RedSalud Vitacura alcancen todo su potencial. Además, se espera un mayor crecimiento en el EBITDA impulsado por nuevas inversiones en CMD (Centros médicos y dentales), tanto en equipamiento como en nuevos centros que iniciaron su operación en 2018-2019. 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 3,9 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.
- Pertenecer a la CChC (grupo que cuenta entre sus filiales a una Isapre y una compañía de seguros) y equipos profesionales con amplia experiencia en el rubro.
- Adecuado nivel de activos susceptibles de entregar en garantías.

#### Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marcas.

#### 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 de menor impacto).
- 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 2020

A septiembre de 2020, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$271,133 millones, lo que representó una reducción de un 14,1% respecto a igual período del año anterior. Esta baja está explicada principalmente por la menor actividad provocada por la crisis sanitaria lo cual llevó a que los centros médicos presentaran una caída en sus ingresos de un 15,2%, mientras que las clínicas tuvieron una disminución de un 15,5% en las ubicadas en la capital y de un 12,0% en regiones.

En septiembre de 2020, los costos de explotación alcanzaron los \$223.779 millones, lo que implicó una caída de 4,9% respecto a septiembre de 2019. Lo anterior produjo que la compañía tuviera una ganancia bruta que llegó a \$ 47.354 millones, baja de un 41,1%, generando un ratio margen bruto sobre ingresos de 17,5% (25,4% septiembre 2019), la caída del margen bruto se debe en parte importante al mayor costo operacional en insumos de protección personal y mayores costos de personal asociado a un alza en la contratación de personas para la evaluación temprana en la atención.

A la misma fecha, el total de gastos de administración sumó \$53.841 millones lo que significó una disminución de 8,8% respecto al periodo anterior. Esto producto de reducciones en gastos establecidas como medidas para contrarrestar los efectos negativos de la crisis provocada por el covid-19.

El resultado final del ejercicio alcanzó una pérdida de \$12.602 millones, lo que representa un decrecimiento importante con respecto al mismo periodo del año anterior, efecto de la menor actividad ya mencionada, en particular en el período abril-junio que explica cerca del 90% de la pérdida acumulada durante los nueve primeros meses de 2020; de hecho, en el tercer trimestre la utilidad de la compañía asciende a \$ 1.195 millones y reflejan los inicios de la recuperación.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$11.912 millones, lo que implica un descenso importante con respecto a los \$ 37.140 millones del mismo periodo del año anterior, disminución también concentrada en el segundo trimestre.

La deuda financiera consolidada de **RedSalud** pasó de \$247.511 millones, en diciembre de 2019, a \$284.300 millones, en septiembre de 2020, lo que representa un aumento de 14,9%. Se debe considerar que este incremento se debe, principalmente, a que la compañía se ha endeudado para proteger su liquidez y así pasar de una caja de \$4.761 millones en diciembre de 2019 a \$29.340 millones a septiembre de 2020. Si se elimina este efecto, la deuda financiera presentado un aumento de 4,9%<sup>5</sup>. Cabe mencionar que en octubre la compañía realizó un aumento de capital por parte de la matriz (ILC) por \$15.000 millones, demostrando el compromiso de esta con **Red Salud**.

<sup>5</sup> Ejemplo manteniendo el mismo nivel de caja de diciembre de 2019.

## 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 la 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 al cliente fidelizado. En conjunto, la red genera más de 13<sup>6</sup> millones de prestaciones; a la fecha dispone de 1.021 camas<sup>7</sup> y 1.618 boxes de los cuales 472 pertenecen a dentales, 1.010 a médicos y 136 urgencias

**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 ésta. 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>8</sup>, actualmente, el 16,9% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, ahora en 2021, al 17,2% 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 9,1%<sup>9</sup> del PIB, ubicándose ligeramente sobre el promedio de los países de la OCDE, el cual llega 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, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%<sup>10</sup>.

<sup>6</sup> Considera Intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, consultas de urgencia, consultas dentales, exámenes de laboratorio e imagenología.

<sup>7</sup> Considera camas instaladas de médico quirúrgico, ginecobstetricia y unidad de paciente crítico.

<sup>8</sup> Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE.

<sup>9</sup> <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

<sup>10</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

**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 **RedSalud**. El constante apoyo de la matriz queda reflejado que en octubre de 2020 se realizó un aumento de capital por parte de la matriz por \$15.000 millones.

Cabe señalar, que el patrimonio de la sociedad matriz, a septiembre de 2020, asciende a \$893.544 millones. De esta manera, el patrimonio de **RedSalud** equivale al 18,6% del patrimonio de ILC.

**Experiencia y formación de los equipos directivos:** El equipo directivo de **RedSalud** 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 hace diez o más años en las respectivas filiales.

**Posicionamiento de mercado:** **RedSalud** se ha posicionado como uno de los principales prestadores de servicios en el área de salud, contando con nueve clínicas y 41 centros de atención ambulatoria y dental. Asimismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado<sup>11</sup>, y con amplia trayectoria (Clínicas RedSalud Vitacura y Providencia y Centros Médicos y Dentales RedSalud). La red representa, aproximadamente, el 14%<sup>12</sup> de las camas perteneciente a las clínicas privadas del país, además lleva a cabo cerca del 5,6%<sup>13</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 \$217,9 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<sup>14</sup>:** 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 **RedSalud** es casi 3,0 veces la deuda financiera individual de **RedSalud**.

<sup>11</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>12</sup> Enviado por la compañía en base a datos de Clínicas de Chile a diciembre de 2019.

<sup>13</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".

<sup>14</sup> El cálculo de la importancia de los activos corresponde a un cálculo de comparables hecho por la clasificadora para una aproximación.



## 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 creciente en los últimos años, pasando de una de \$178.221 millones en 2016 a septiembre de 2020 presentar una deuda de \$284.300 millones (aumento de un 59%). Si se debe mencionar que esta deuda esta considerando los arriendos financieros y el aumento de deuda tomada por la empresa para mayor liquidez; si se eliminan ambos efectos para hacerlo comparable con 2016 la deuda habría crecido un 31,9%.

**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. Con todo, se reconoce que es un riesgo que se ha ido diluyendo con el tiempo (sin perjuicio que la crisis implica un retroceso en los niveles de utilización)

**Concentración de ingresos por establecimiento médico (riesgo acotado):** La mayor parte de los ingresos está concentrado en Centros Médicos y Dentales RedSalud (32,3%), Clínicas Regionales (22,7%), Clínica RedSalud Santiago (17,5%), Clínica RedSalud Providencia (12,2%) y Clínica RedSalud Vitacura (12,0%)<sup>15</sup>. Esta condición podría llevar a una baja importante en los ingresos y generación de caja de **RedSalud** 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. Además, se considera positivo que una baja en la demanda es poco probable.

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 RedSalud por sí solo presentan una alta diversificación de sus ingresos, ya que cuenta con 41 centros médicos y dentales, 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 **RedSalud** provienen principalmente 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

<sup>15</sup> Datos calculados al año móvil a septiembre de 2020.

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>16</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.

**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 **RedSalud** 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

### La compañía

**RedSalud** se creó mediante escritura pública el 18 de abril de 2008, en la ciudad de Santiago. 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.

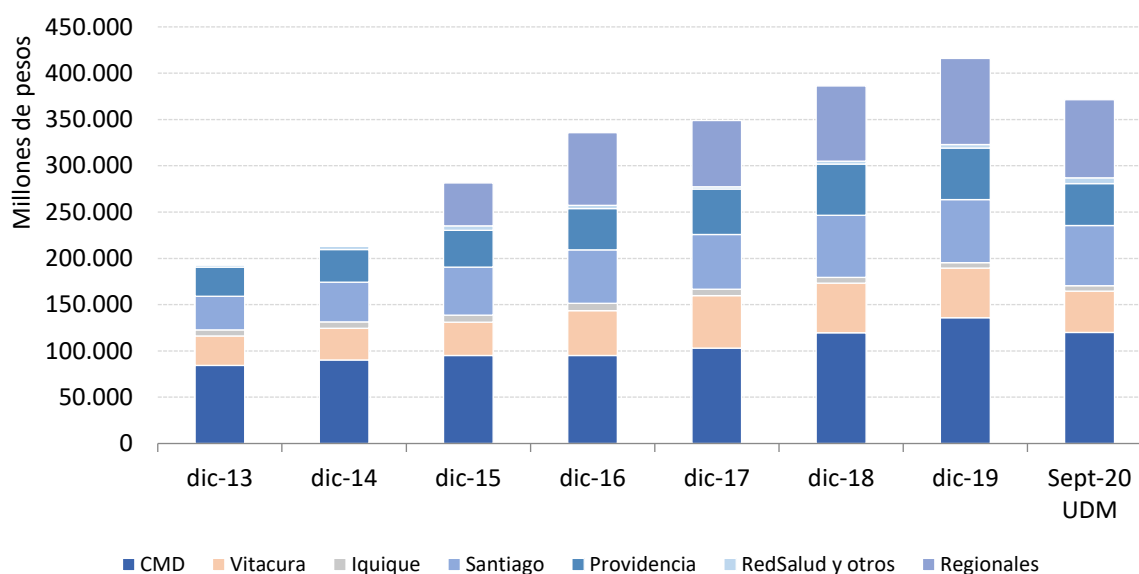
A septiembre de 2020, la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Centro Médico y Dental RedSalud, Clínica RedSalud Vitacura, Clínica RedSalud Providencia, Clínica RedSalud Santiago, Clínica RedSalud Iquique, Oncosalud, TI Red SPA. y Administradora de Clínicas Regionales Seis.

<sup>16</sup> Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (actualización cifras del 2016).

## Composición de los flujos

Para llevar a cabo su modelo de negocios **RedSalud** cuenta con una amplia red de sucursales en distintas comunas de Santiago y regiones del país, tanto de centros médicos ambulatorios como centros hospitalarios. Como se puede ver en la Ilustración 1 esta amplia red está compuesta por los Centros Médicos y Dentales (CMD) con un 32,3% de los ingresos totales anualizados a septiembre de 2020, Administradora de clínicas regionales (22,7%<sup>17</sup> de los ingresos), Clínica RedSalud Santiago con un 17,5%<sup>17</sup>, Clínica RedSalud Providencia (12,2%<sup>17</sup> de los ingresos), Clínica RedSalud Vitacura (12% de los ingresos) y por ultimo la Clínica RedSalud de Iquique con 1,5% de los ingresos.

Ilustración 1  
**Distribución de ingresos**  
(Millones de pesos. 2013 – septiembre 2020 anualizado)



## Líneas de negocio

### Centros Médicos y Dentales RedSalud<sup>18</sup>

Centros Médicos y Dentales RedSalud (CMD RedSalud) fue creada en el año 2000 y es una amplia red ambulatoria, médica y dental, con amplia cobertura en el país teniendo una presencia desde Arica a Punta Arenas con 41 centros médicos y dentales.

<sup>17</sup> Con respecto a base de ingresos anualizados a septiembre de 2020.

<sup>18</sup> Ex Megasalud.

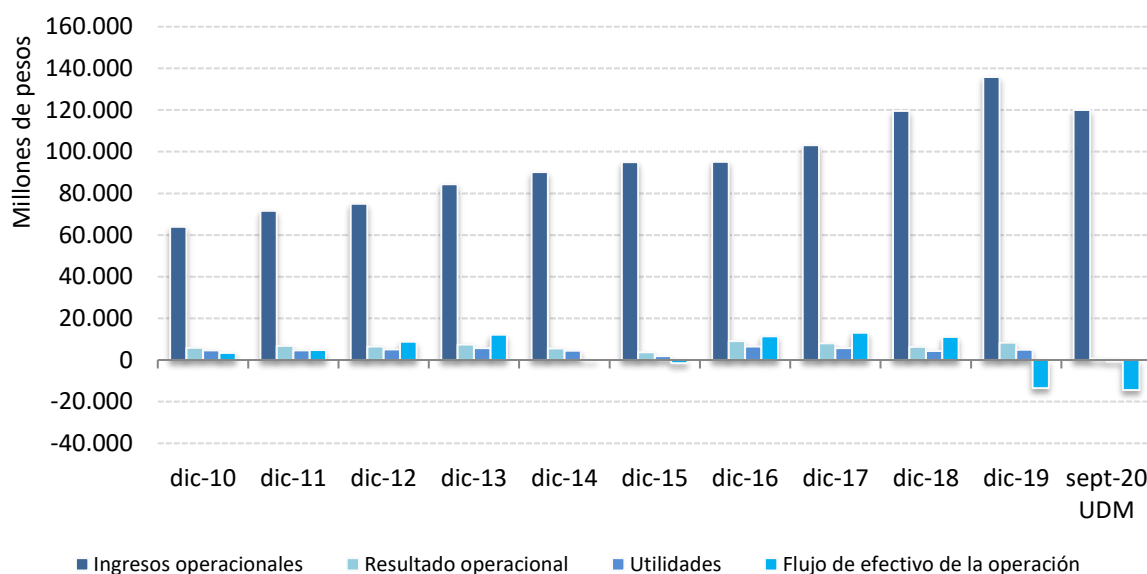
## Situación financiera CMD

En el año móvil a septiembre de 2020, CMD RedSalud obtuvo ingresos por \$120.005<sup>19</sup> millones, lo que representa una caída de 11,7% y pérdidas por \$731 millones en contraposición de la utilidad de \$ 4.916 millones en diciembre 2019. Como ya se mencionó, las importantes bajas se deben principalmente a la menor actividad del segundo trimestre de 2020, las cuales llegaron a 47%, llegando en algunos meses más críticos a una caída de un 60% de la actividad.

El Ebitda anualizado de la compañía tuvo una caída de 32,5%, respecto de diciembre de 2019, finalizando el periodo en \$11.710 millones. De esta forma, el margen Ebitda llega a 9,8%.

En la Ilustración 2 se muestra la evolución de los ingresos, resultado operacional, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación:

Ilustración 2  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (Millones de pesos. 2010 – septiembre 2020)



## Administradora Clínicas Regionales Seis

Empresa que tiene como finalidad la inversión en clínicas y la prestación de servicios en el área de la salud. Esta sociedad consolida a Clínica RedSalud Elqui (La Serena), Clínica RedSalud Valparaíso (Valparaíso), Clínica RedSalud Rancagua (Rancagua), Clínica RedSalud Mayor Temuco (Temuco) y Clínica RedSalud Magallanes (Punta Arenas).

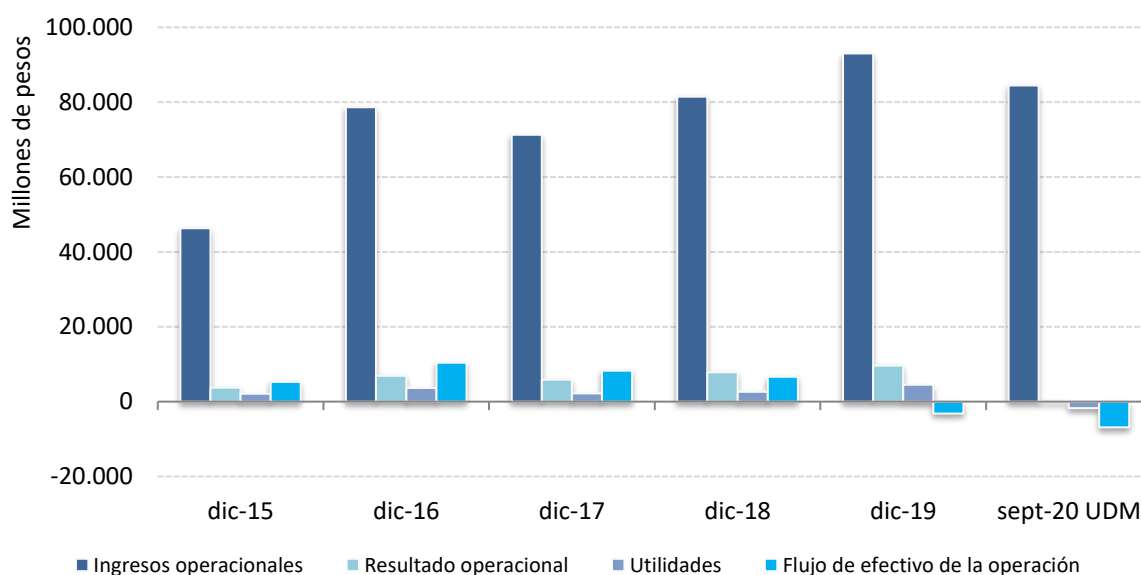
<sup>19</sup> A septiembre de 2020 se agrega Arauco.

## Situación financiera de Administradora Clínicas Regionales Seis

Este grupo de clínicas tuvo un nivel de ingresos, en el año móvil a septiembre de 2020, igual a \$84.466 millones, inferior en un 9,2% respecto de diciembre de 2019, con un EBITDA de \$3.986 millones disminuido en un 69,8% con respecto a diciembre 2019.

El margen EBITDA de la sociedad llegó a 4,7% en el año móvil a septiembre de 2020. Por su parte, la pérdida de la compañía fue de \$1.754 millones.

Ilustración 3  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (Millones de pesos. 2015 – septiembre 2020)



## Clínica RedSalud Santiago<sup>20</sup>

Clínica RedSalud 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 especializados, que apoyados con unidades para pacientes críticos adultos, niños y recién nacidos, permite dar solución a una amplia gama de enfermedades.

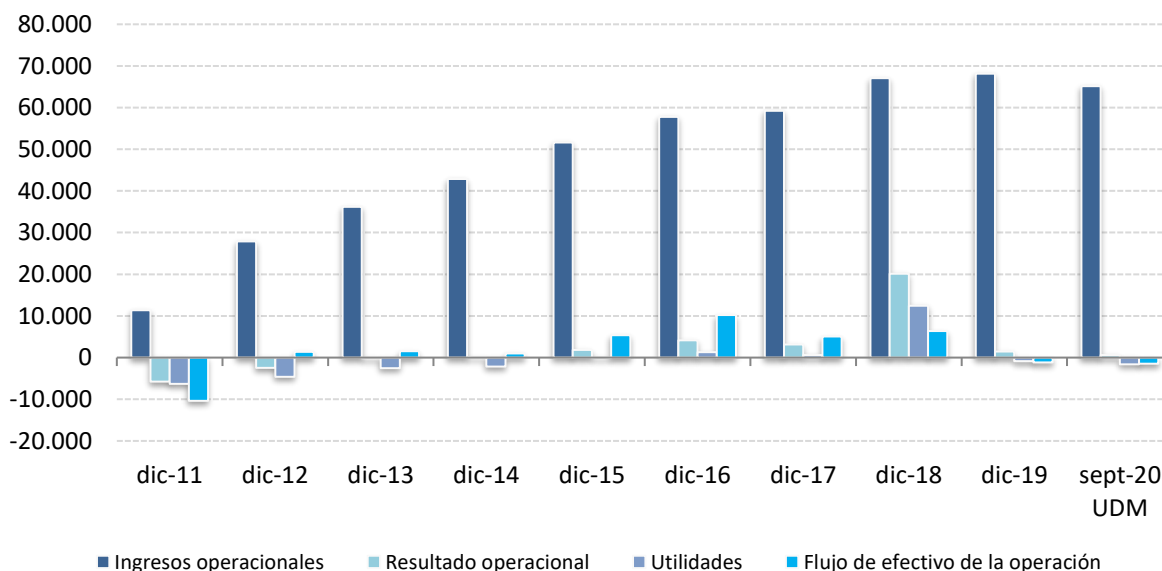
La clínica está ubicada en la comuna de Estación Central y cuenta con un total de 62.240 m<sup>2</sup> construidos, con una infraestructura de 268 camas instaladas censables, 19 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 69 boxes de consultas médicas de especialidades y 29 salas de procedimientos.

<sup>20</sup> Ex Clínica Bicentenario.

## Situación financiera de Clínica RedSalud Santiago

En el año móvil a septiembre de 2020, obtuvo ingresos por \$65.162 millones lo que significó una caída de 4,4% respecto de diciembre de 2019. A su vez, el EBITDA de la compañía fue de \$3.179 millones, lo que representó una caída de 20,1%, respecto de 2019, mientras obtuvo perdidas por \$1.586 millones, al año móvil a septiembre de 2020.

Ilustración 4  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (Millones de pesos. 2011 – septiembre 2020 anualizado)



## Clínica RedSalud Vitacura<sup>21</sup>

Clínica RedSalud 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.

Actualmente, la clínica cuenta con una superficie de 65.248 m<sup>2</sup>. Cuenta con 253 camas instaladas censables, 60 boxes de consultas médicas, 15 salas de procedimientos generales y 18 pabellones, entre otros. A diciembre de 2019, tuvo una ocupación de 68,5%, superior a la de 2018 que alcanzó el 72,2%. La clínica realizó cerca de 825 mil prestaciones, que incluyen intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, exámenes de laboratorio, imagenología y consultas de urgencia.

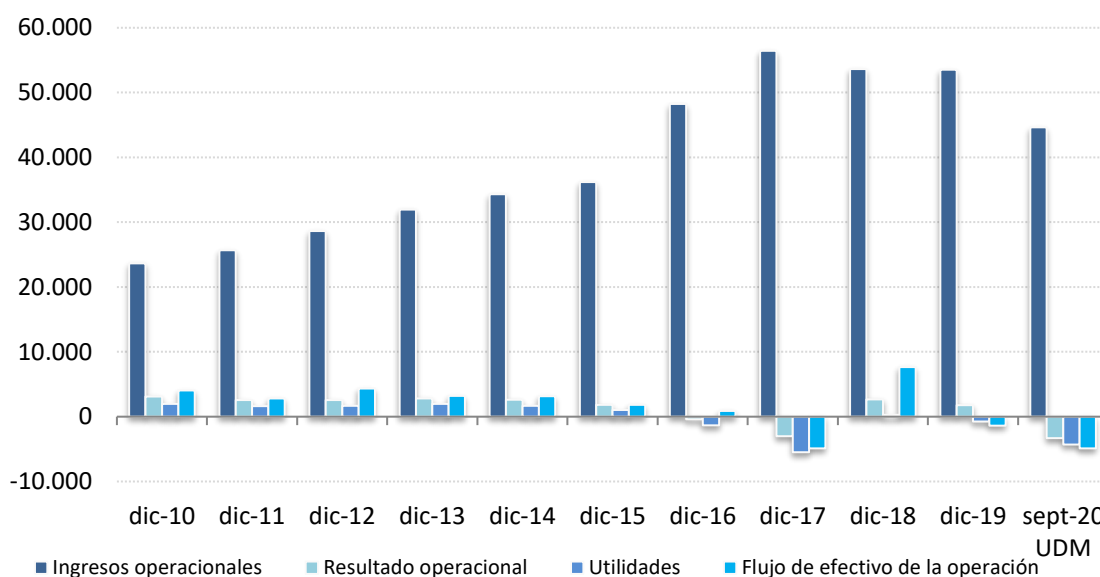
<sup>21</sup> Ex Clínica Tabancura.

## Situación financiera de Clínica RedSalud Vitacura

En el año móvil a septiembre de 2020, Clínica RedSalud Vitacura sumó ingresos por \$44.655<sup>22</sup> millones, lo que significa un decrecimiento de 16,6% respecto de diciembre de 2019. Por su parte, el EBITDA de Clínica RedSalud Vitacura llegó a \$99 millones, presentando una contracción importante. Junto con esto, cabe señalar que la compañía considera dentro de la misma unidad de negocio a Clínica RedSalud Vitacura y a Inmobiliaria Clínica SpA, esta última creada para el desarrollo de proyectos clínicos, que posee como único activo la nueva torre en donde opera la clínica RedSalud de Vitacura.

Tomando en cuenta lo anterior, Clínica RedSalud Vitacura (más Inmobiliaria Clínica SpA) presentó pérdidas por \$4.321 millones en el año móvil a septiembre de 2020. En la Ilustración 5 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

Ilustración 5  
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación  
(Millones. 2010 – septiembre 2020 anualizado)



## Clínica RedSalud Providencia<sup>23</sup>

La Clínica RedSalud Providencia fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. Actualmente, tiene una infraestructura de 30.686 m<sup>2</sup>, 113 camas instaladas censables, 76 boxes de consultas médicas, 32 salas de procedimientos generales y 15 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud.

<sup>22</sup> Desde 2019 no se considera Arauco.

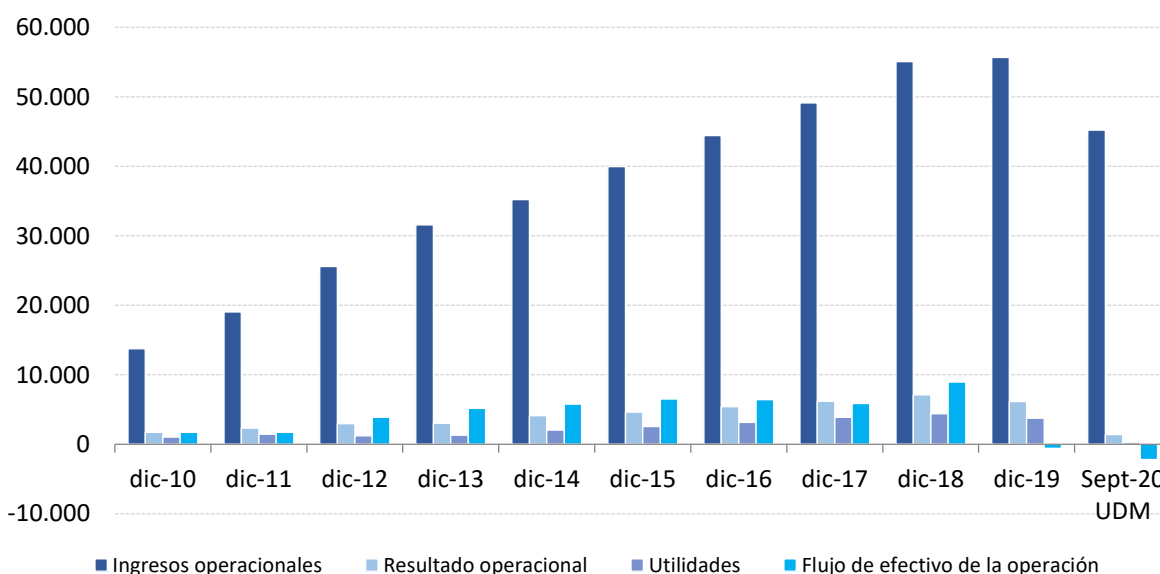
<sup>23</sup> Ex Clínica Avansalud.

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 2019 en un 73,8%.

### Situación financiera de Clínica RedSalud Providencia

En el año móvil a septiembre de 2020, Clínica RedSalud Providencia obtuvo ingresos por \$45.210 millones lo que corresponde a un decrecimiento de 18,8% respecto de diciembre de 2019. En el mismo periodo alcanzó utilidades por \$295 millones, muy por debajo de periodos anteriores. El EBITDA alcanzó un valor igual a \$3.983 millones en el año móvil a septiembre de 2020, cifra que implica una reducción de un 54,1% con respecto a diciembre de 2019. En la Ilustración se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

Ilustración 6  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (Millones de pesos. 2010 – septiembre 2020 anualizado)



### Clínica RedSalud Iquique<sup>24</sup>

La Clínica RedSalud 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 46 camas de hospitalización distribuidas en 4.884 m<sup>2</sup> construidos. Cuenta con un *staff* de 139 profesionales del área clínica y 5 pabellones centrales y gineco-obstetricos.

<sup>24</sup> Ex Clínica Iquique.



## Situación financiera de Clínica RedSalud Iquique

En el año móvil a septiembre de 2020, la Clínica RedSalud Iquique obtuvo ingresos por \$ 5.642 millones, un 5,2% inferior a diciembre de 2019, y pérdidas por \$823,6. A continuación, se muestra la evolución de los ingresos y utilidades. En cuanto al EBITDA a septiembre de 2020 anualizado llegó a valores negativos (\$ 454,3 millones).

Ilustración 7  
**Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación**  
 (Millones de pesos. 2010 – septiembre 2020)

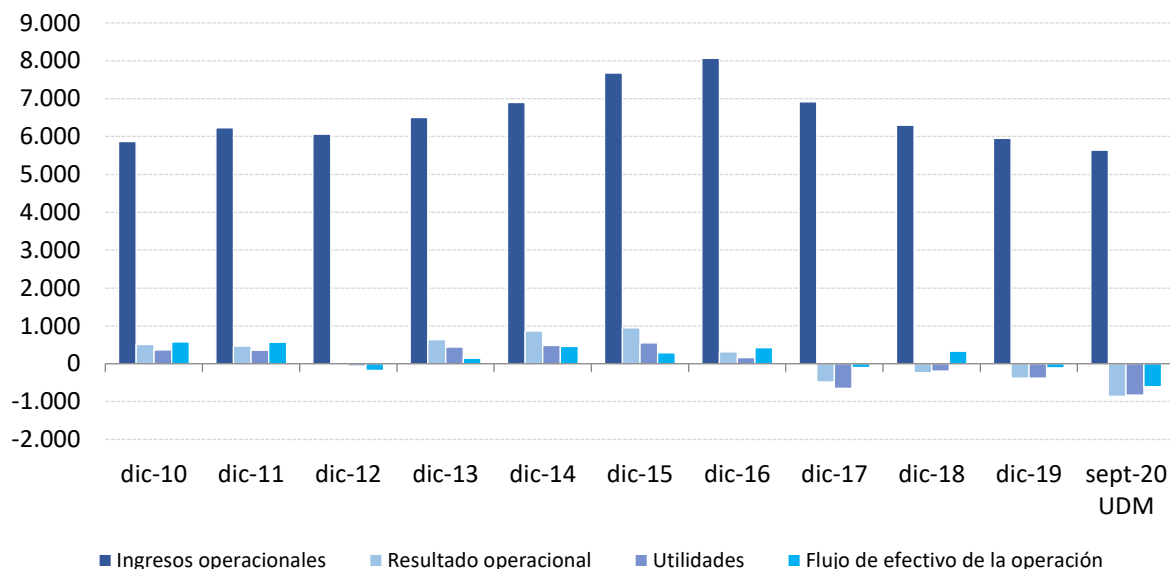
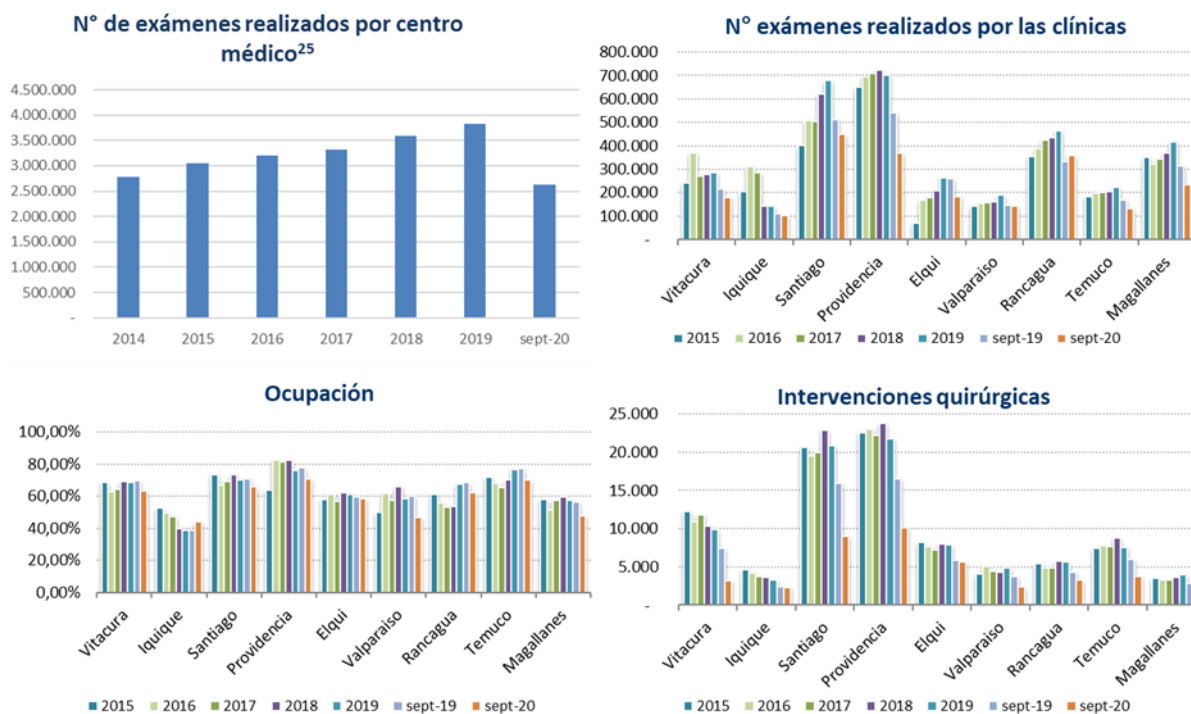


Ilustración 8  
**Resumen del nivel de actividad por centro médico<sup>25</sup> y clínicas**  
 (2015 - septiembre 2020)



## Análisis financiero<sup>26</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA

En el año móvil a septiembre de 2020, los ingresos consolidados de **RedSalud** alcanzaron los \$373.558 millones, lo que significó una reducción de 12,6% respecto de diciembre de 2019. Como se puede ver la Ilustración 9, la compañía ha presentado un alza constante en los ingresos, creciendo un 32,9% entre el año 2015 y 2019, entendiéndose la baja de 2020 por la coyuntura generada por la crisis sanitaria.

Por su parte, el EBITDA de la compañía a septiembre de 2020 ha presentado una disminución importante producto de la crisis provocada por el Covid-19, llegando a \$21.336 millones, lo que representa una caída de un 55,3% con respecto a diciembre de 2019.

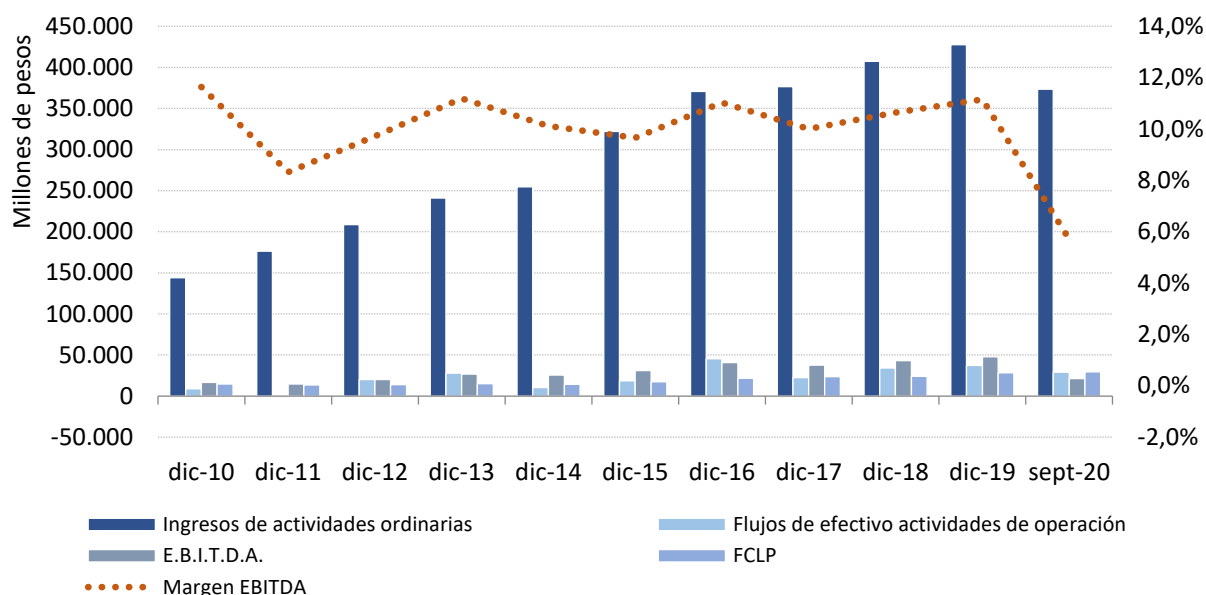
En consecuencia, el margen EBITDA consolidado de **RedSalud** también presenta una baja importante, pasando de 11,2% en el ejercicio de 2019 a 5,7% en el año móvil a septiembre 2020.

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

<sup>25</sup> Se considera sociedad Centros Médicos y Dentales RedSalud (CMD).

<sup>26</sup> Para efectos de permitir comparaciones históricas, las cifras presentadas en este apartado han sido corregidas mediante IPC para ser expresadas en pesos de septiembre de 2020, por lo que pueden diferir ligeramente de las cifras presentadas en los Estados Financieros.

Ilustración 9  
**Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP**  
 (Millones de pesos. 2010 - septiembre 2020)



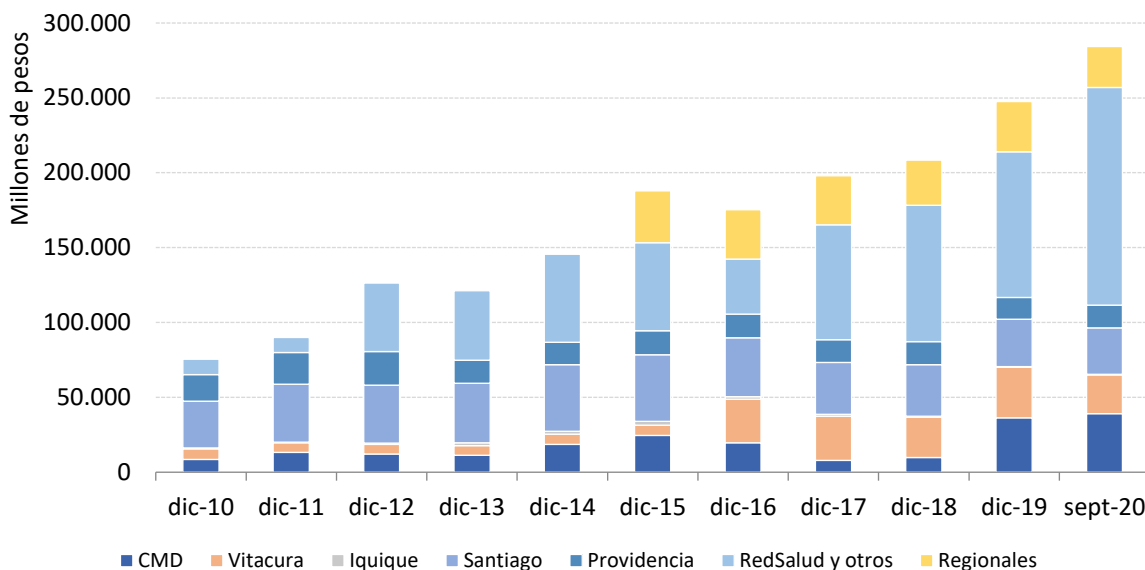
## Evolución del endeudamiento

La deuda financiera consolidada de **RedSalud** aumentó un 14,9% a septiembre de 2020, alcanzando \$284.300 millones (\$247.511 millones en 2019), ello con el objeto de resguardar la liquidez del emisor; en efecto, en el mismo período la deuda financiera neta solo creció un 5,0% con respecto a diciembre 2019. Además, como se puede observar en la ilustración se ha visto un aumento importante de la deuda financiera desde 2019 a la fecha, esto se debe principalmente al efecto de la niif 16<sup>27</sup>.

La deuda financiera consolidada de la empresa a septiembre de 2020 se reparte en un 13,7% a Centros médicos y dentales RedSalud, 10,9% Clínica RedSalud Santiago y 9,1% Clínica RedSalud Vitacura.

<sup>27</sup> A septiembre 2020 las obligaciones por IFRS- 16 alcanzaron los \$ 24.671 millones.

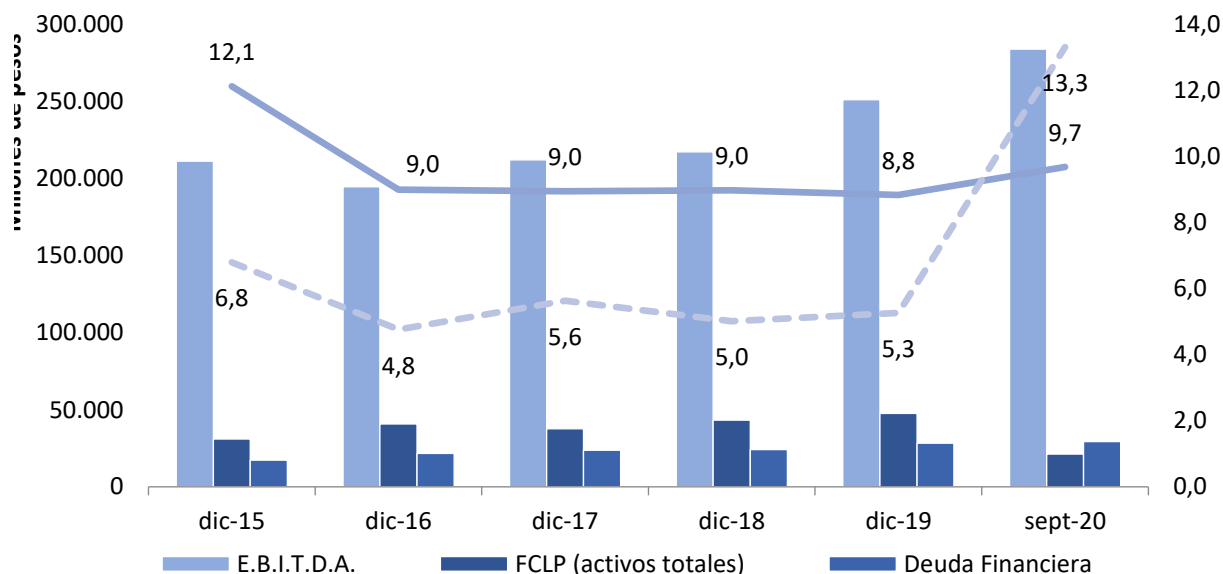
Ilustración 10  
**Evolución de la deuda financiera**  
 (Millones de pesos. 2010 – septiembre 2020)



Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA aumentó desde 5,2 veces, en 2019 (año móvil septiembre 2019), a 13,3 veces, en el año móvil a septiembre de 2020, principalmente por la caída importante en el EBITDA producto del Covid-19. Por su parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>28</sup>) se situó en 9,7 veces, un poco mayor a lo presentado en septiembre de 2019 anualizado (8,7 veces). Cabe mencionar que si se hacen ajustes debido a la crisis provocada por el Covid-19 el indicador deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo oscilaría entre 8,2 veces y 9,0 veces.

<sup>28</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.

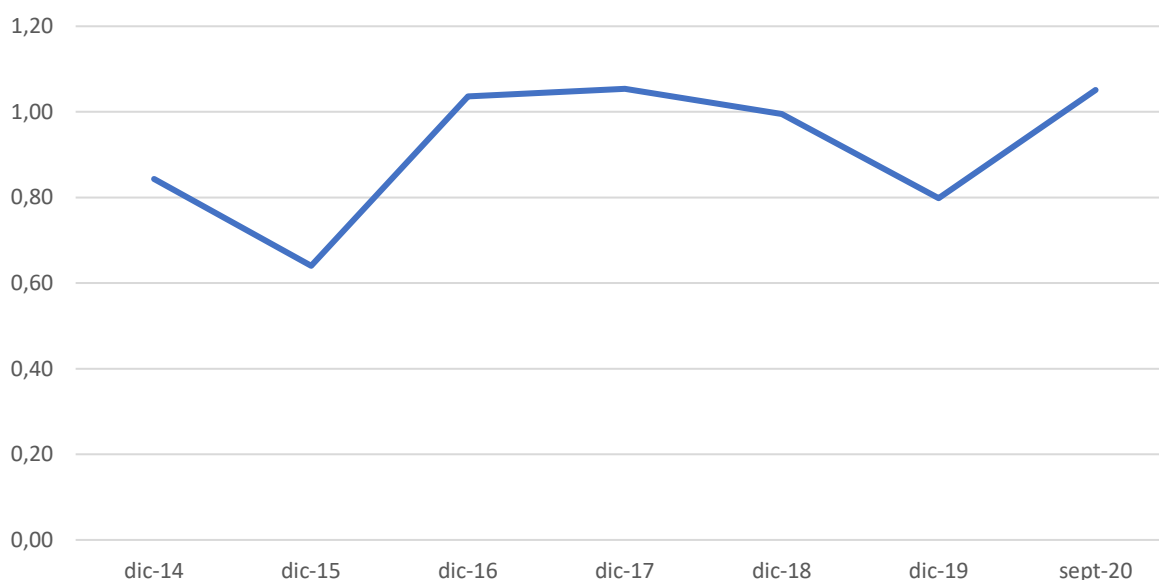
Ilustración 11  
**Evolución del endeudamiento financiero relativo**  
(Millones de pesos. 2015 – septiembre 2020 anualizado)



## Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) exhibió un valor de 1,05 veces en septiembre de 2020 superior a lo presentado en periodos anteriores. Este aumento se debe a los esfuerzos de la compañía de reforzar su disponible para hacer frente a los menores ingresos producto del Covid-19:

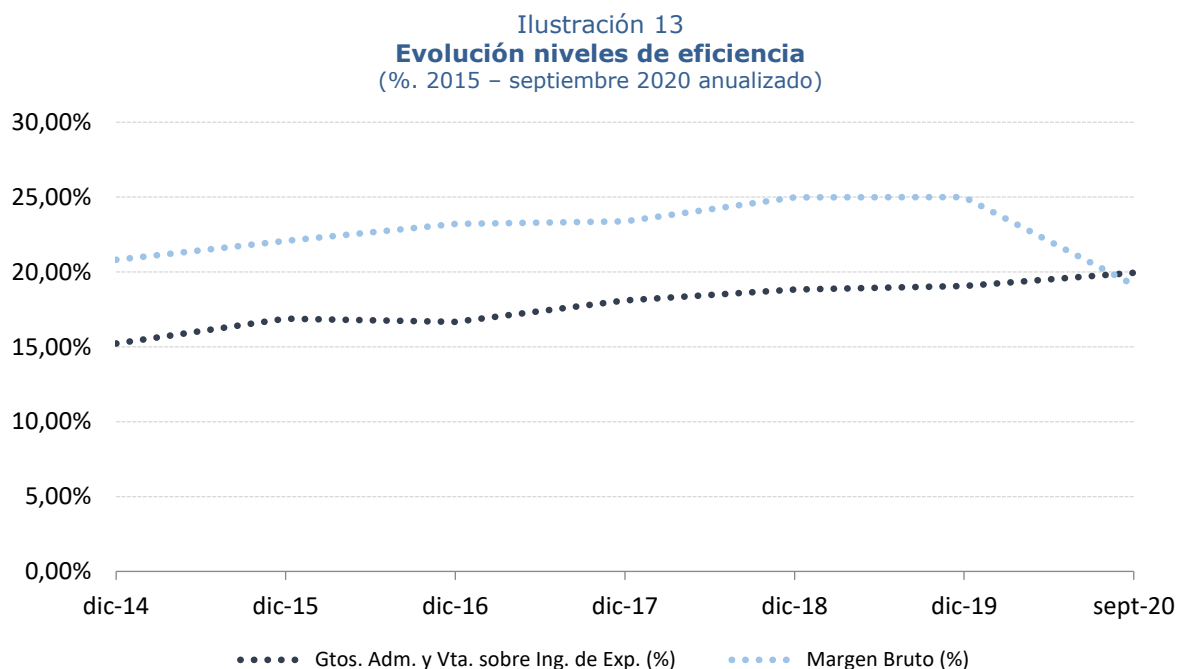
Ilustración 12  
**Evolución razón circulante**  
(Veces. 2014 - septiembre 2020 anualizado)



## 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, llegando a un ratio de 19,9% al año móvil a septiembre de 2020.

El margen bruto ha presentado una reducción llegando a septiembre de 2020 a 19,14%.



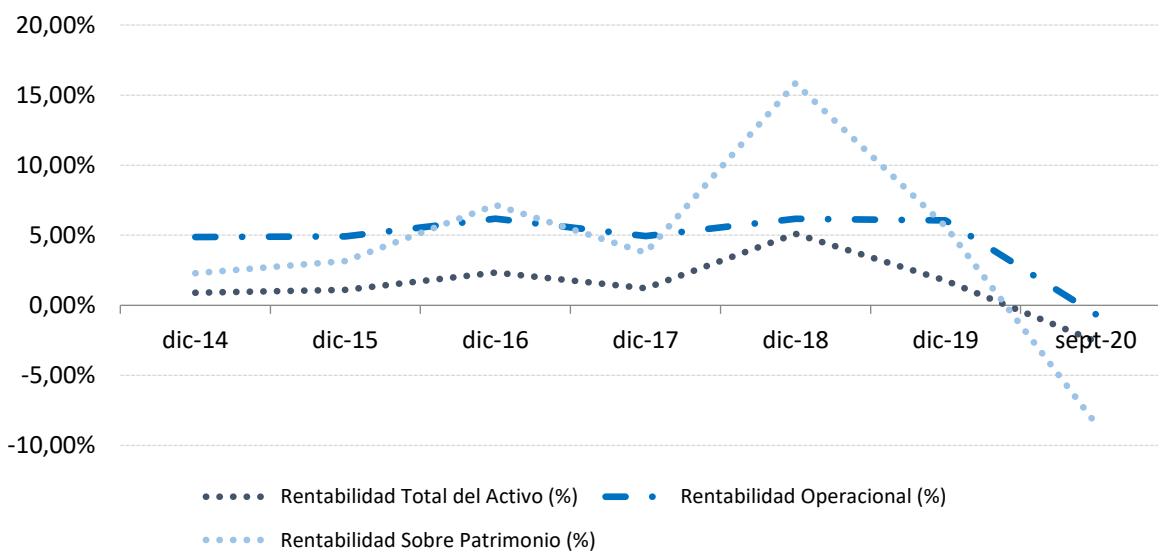
Por otro lado, en el último año **RedSalud** experimentó una reducción en las rentabilidades producto de la crisis Covid-19, pasando de una rentabilidad operacional<sup>29</sup> de 6,1% en 2019 a -0,6% a septiembre de 2020 anualizado. En cuanto a la rentabilidad sobre el activo<sup>30</sup> y el patrimonio<sup>31</sup>, también se presentaron bajas con respecto al año anterior. En el caso de la primera pasó de 1,9%, en 2019, a -2,6% a septiembre de 2020, mientras que la segunda pasó de 5,6% a -8,4% en el mismo periodo.

<sup>29</sup> Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

<sup>30</sup> Rentabilidad del activo: Utilidad neta sobre activos totales menos activos en ejecución.

<sup>31</sup> Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

Ilustración 14  
**Evolución rentabilidades**  
 (%. 2014 – septiembre 2020 anualizado)



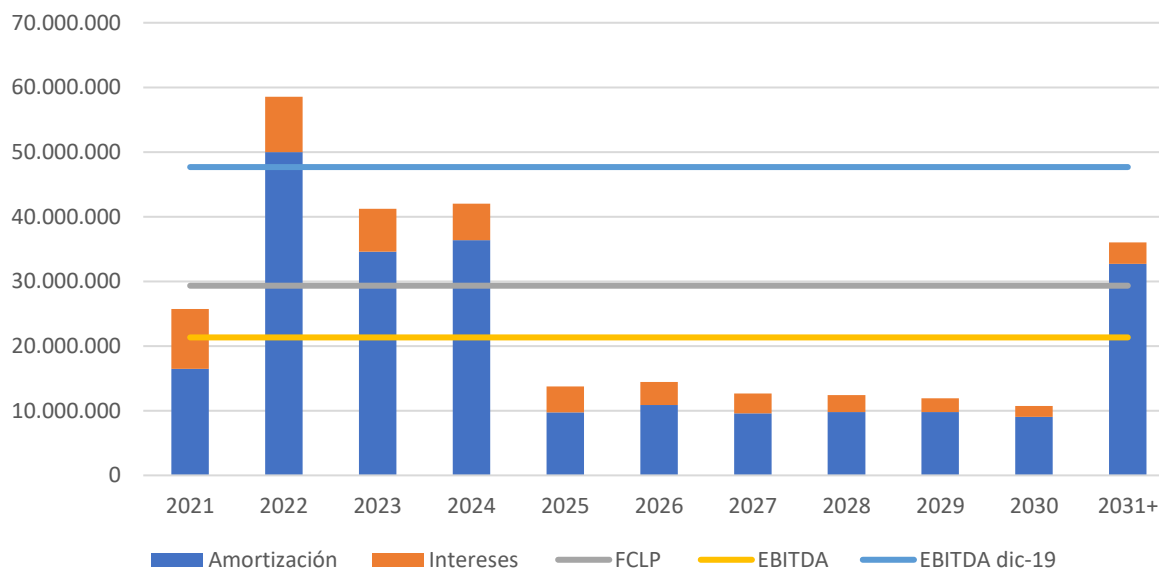
## Perfil de pago de la deuda y generación de flujos<sup>32</sup>

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 RedSalud es adecuado para responder a sus obligaciones financieras en la mayoría de los años exceptuando en 2022, 2023 y 2024. Sin embargo, si se considera el EBITDA de diciembre 2019 de la compañía, el cual es más normalizado que el de septiembre de 2020, se observa que podría cubrir todos los vencimientos, exceptuando 2022, lo cual sería subsanado con el refinanciamiento de sus obligaciones financieras. También debe considerarse, 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.

Tal como se aprecia en la Ilustración 15, el 2022 muestra un perfil de vencimientos que supera la generación de flujos de la empresa, por lo cual se espera que este vencimiento sea reestructurado por la empresa.

<sup>32</sup>Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de Humphreys y no necesariamente son compartidas por el emisor.

Ilustración 15  
**Evolución perfil de vencimientos**  
 (Millones de pesos)



## Características de las líneas de bonos

Covenants líneas de bonos (Línea 697-Serie C) <sup>33</sup> y (Línea 860-Serie E)		
	Límite	30/09/2020
Deuda financiera neta/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,32 veces
Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	2,44 veces

<sup>33</sup> La compañía en 2020, realizó un proceso de homologación de Covenants, en el cual la serie C pasó de tener un covenant Deuda Financiera/Patrimonio Total a Deuda Financiera Neta/Patrimonio Total y se eliminó el covenant EBITD/Gastos Financieros.



## Ratios financieros<sup>34</sup>

Ratios de Liquidez					
Ratios	2016	2017	2018	2019	Sept-20
Liquidez (veces)	1,37	1,38	1,41	1,40	1,32
Razón Circulante (Veces)	1,04	1,05	1,00	0,80	1,05
Razón Ácida (veces)	0,99	1,01	0,96	0,77	0,99
Rotación de Inventarios (veces)	60,42	59,27	62,89	68,23	43,49
Promedio Días de Inventarios (días)	6,04	6,16	5,80	5,35	8,39
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,38	4,02	4,72	4,87	4,33
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	83,27	90,88	77,32	74,93	84,25
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,63	4,47	4,70	4,48	3,77
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	78,89	81,73	77,68	81,44	96,76
Diferencia de Días (días)	-4,38	-9,14	0,37	6,51	12,51
Ciclo Económico (días)	-10,42	-15,30	-5,44	1,16	4,12

Ratios de Endeudamiento					
Ratios	2016	2017	2018	2019	Sept-20
Endeudamiento (veces)	0,66	0,68	0,67	0,70	0,69
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,98	2,15	2,05	2,37	2,22
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,60	0,65	0,66	0,78	0,55
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,77	5,64	5,02	5,27	13,33
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,18	0,20	0,19	0,08
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	68,61%	70,87%	74,00%	75,89%	77,01%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	7,80%	5,92%	1,93%	0,86%	0,51%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,24	1,04	2,88	1,24	-1,29

<sup>34</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 2020.

Ratios de Rentabilidad					
Ratios	2016	2017	2018	2019	Sept-20
Margen Bruto (%)	23,22%	23,38%	24,98%	25,00%	19,14%
Margen Neto (%)	2,73%	1,41%	5,49%	1,86%	-3,49%
Rotación del Activo (%)	86,67%	85,81%	93,17%	90,78%	69,77%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,34%	1,22%	5,10%	1,76%	-2,57%
Inversión de Capital (%)	199,69%	204,12%	200,70%	227,89%	222,05%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	97,06	59,41	-763,22	-14,55	55,28
Rentabilidad Operacional (%)	6,18%	4,94%	6,18%	6,06%	-0,63%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,16%	3,75%	15,84%	5,63%	-8,44%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	73,08%	72,55%	71,17%	71,25%	76,04%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	76,78%	76,62%	75,02%	75,00%	80,86%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	16,67%	18,10%	18,82%	19,06%	19,94%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	17,21%	14,05%	17,77%	17,96%	-1,94%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	11,03%	10,00%	10,64%	11,15%	5,71%

Otros Ratios					
Ratios	2016	2017	2018	2019	Sept-20
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	3,84%	5,02%	3,91%	5,91%	3,99%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	13,52%	12,64%	14,57%	12,60%	22,11%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,77%	0,44%	0,53%	0,43%	0,41%
Capital sobre Patrimonio (%)	40,77%	44,78%	42,34%	42,11%	34,91%

"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."