

Controlador de Megasalud y clínicas Avansalud, Tabancura y Bicentenario, entre otras

Humphreys mantuvo en "Categoría A" clasificación de bonos de Red Salud

Santiago, 13 de mayo de 2014. **Humphreys** decidió ratificar la clasificación de riesgo de los bonos emitidos por **Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)** en "Categoría A". La perspectiva de la clasificación se mantuvo "Estable".

La clasificación de la línea de bonos y de los títulos de deuda de **Red Salud**, se fundamenta principalmente en la consistencia del modelo de negocio que desarrolla el grupo de empresas que forman el *holding*, tanto de manera individual como agregada. En efecto, la actual estructura operativa permite la entrega de una extensa gama de servicios médicos –desde consultas médicas a intervenciones quirúrgicas de alta complejidad– accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas y ubicación geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva.

La clasificación de riesgo se ve reforzada, además, por el hecho que la sociedad se desenvuelve en un sector con 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, considerados como 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 Inversiones La Construcción (ILC, clasificada en "Categoría AA+" por **Humphreys**) y, por ello, controlada por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

Dentro de los aspectos que se han considerado positivos se encuentra la estabilidad de los márgenes con que operan las distintas filiales, y la experiencia y formación de los equipos directivos a nivel de filiales y de matriz. Asimismo, se considera favorable que el controlador de **Red Salud** participe desde 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 el 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 los dividendos percibidos desde la filial Atesa S.A., el buen posicionamiento de la marca, la amplitud de su mercado objetivo y las fortalezas propias de Megasalud, Avansalud y Tabancura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación).

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la importancia relativa de los activos que están en procesos de consolidación en términos de ingresos, y los niveles de inversión para los próximos años, referidos básicamente a la ampliación de la Clínica Tabancura. Con todo, el riesgo está mitigado por cuanto las inversiones en las clínicas Avansalud y Bicentenario ya están aportando ingresos y, además, se espera que la segunda de ellas cada año incremente cada vez más su impacto en el flujo de caja del emisor.

El proceso de calificación recoge adicionalmente la concentración por deudores, que en la práctica –dada la estructura de seguros de salud en Chile– corresponden a ocho entidades, básicamente isapres, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Más allá del estado financiero actual de estas entidades y las regulaciones existentes (respaldo de obligaciones), nada asegura que dicha situación se mantenga en el largo plazo (horizonte de tiempo de los bonos). Con todo, a juicio de **Humphreys**, este tipo de riesgo mantiene baja probabilidad de manifestarse en el presente y es inherente a toda la industria.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación se relaciona con la concentración de los ingresos y del EBITDA por establecimientos médicos. También se debe considerar la rápida obsolescencia de los equipamientos; no obstante se debe considerar que la sociedad tiene la posibilidad de reubicación de los mismos (por su extensa red) y, además, la emisora puede acceder a posibilidades de financiamiento (*leasing*) que existen en el mercado.

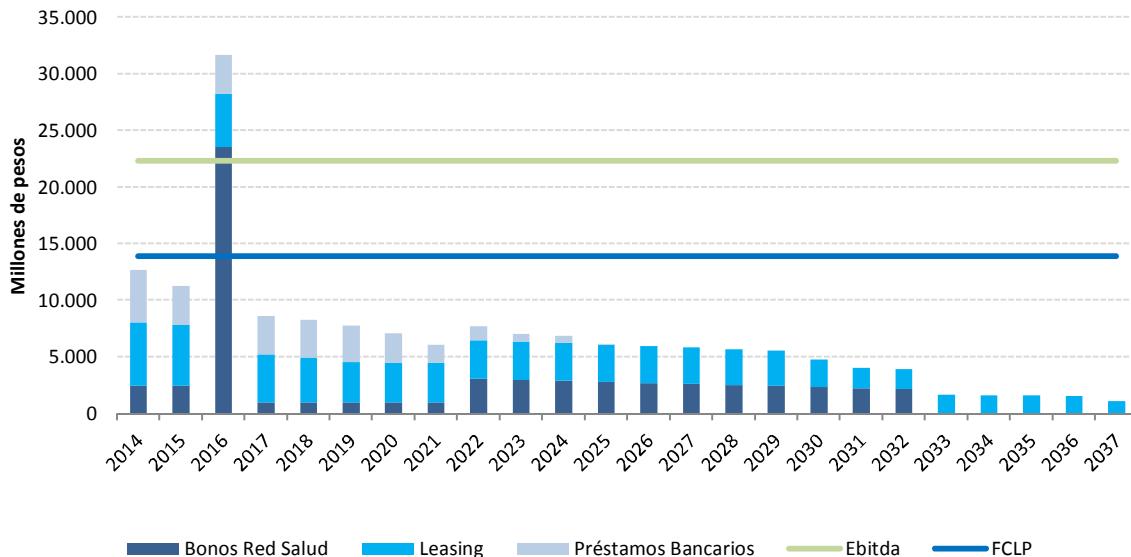
Es importante destacar que la clasificación de riesgo incorpora el hecho que los niveles de deuda de la compañía están asociados, en gran parte, a activos en etapa de ejecución u operativos, pero cuya generación de flujo aún no alcanzan su consolidación. Dado lo anterior, la situación actual de **Red Salud** subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo la cual debiera incrementarse sustancialmente en los años venideros, una vez que la clínica Bicentenario alcance todo su potencial, así como cuando se ponga término a la extensión y remodelación de la clínica Tabancura.

La mayor certeza de estos flujos, comparados con otro tipo de proyectos, responde a que se trata de inversiones propias del negocio central del emisor y que, en el caso de Tabancura, representa incrementos de la capacidad operativa de instalaciones ya existentes. Por lo demás, los resultados financieros de la clínica Bicentenario ya muestra una clara tendencia al alza.

Adicionalmente se considera que, salvo por un *bullet* en 2016, la empresa ha logrado estructurar un financiamiento de largo plazo que se ajusta al perfil de sus inversiones; en la práctica, cerca del 53,1% de los pasivos financieros comienzan a amortizar a partir de 2017. 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 de **Red Salud** (FCLP¹) es más que adecuado para responder a sus obligaciones financieras, al margen, que en opinión de **Humphreys**, se requerirá refinanciar el bono *bullet*. El siguiente gráfico (que no incorpora el crecimiento esperado en los flujos) muestra las holguras de cajas del emisor (salvo el año 2016).

¹ 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.

Evolución del perfil de vencimientos (\$MM 2014-2037)



A futuro la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que la maduración y rentabilidad de las recientes inversiones sean considerablemente superiores a las que **Humphreys** ha asumido en su evaluación.

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

Red Salud es una sociedad *holding* constituida en 2008, que mediante sus filiales participa en actividades de prestaciones propias del área de la salud, a través de una red de 17 clínicas y 33 centros de atención médica, que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas. Entre su filiales más relevantes destacan Megasalud (99,9%), Clínica Tabancura (99,9%), Clínica Avansalud (99,99%), Clínica Bicentenario (99,99%), Clínica Iquique (52,15%), Inmobiliaria Clínica (99,99%) y Oncored (100%).

Durante el período 2013, **Red Salud** generó ingresos por US\$ 366,8 millones² y un EBITDA³ de US\$ 41 millones. Al cierre del ejercicio 2013, la deuda financiera consolidada alcanzaba a US\$ 230,9 millones, con un patrimonio total consolidado de US\$ 223 millones

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.
(562) 2433 52 00
elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o – Las Condes, Santiago - Chile
Fono (562) 2433 52 00 / Fax (562) 2433 52 01

² Tipo de cambio utilizado \$524,61/US\$ al 31/12/2013.

³ Definido por la empresa como margen bruto, menos gastos de administración, más depreciación y amortización.

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".