

Holdings de prestadores de servicios de salud de la CChC

Por la capacidad de sus activos para generar flujos en el largo plazo, Humphreys mantuvo en "Categoría A" las líneas de bonos de Red Salud

Santiago, 17 de mayo de 2012. **Humphreys** ratificó en "Categoría A" las líneas de bonos de **Empresas Red Salud S.A. (Red Salud)**. La perspectiva de la clasificación se calificó "Estable".

Para un correcto análisis de la capacidad de pago del emisor es importante tener en consideración que el EBITDA de 2010 y en especial del año 2011 están subestimados en relación con la capacidad de los activos de la compañía para generar flujos en el largo plazo. Esta situación se explica por las importantes inversiones llevadas a cabo por **Red Salud** en los dos últimos ejercicios anuales, principalmente la clínica Bicentenario y la ampliación de Avansalud. En la práctica, ello ha significado que las "Construcciones en Curso", en promedio, hayan representado en torno al 22% del total de activos (a inicios de 2011 eran el 28,8%).

Si se analiza la relación entre la deuda financiera de diciembre de 2011 –US\$ 173,5 millones- y el EBITDA del mismo año -US\$ 20,6 millones- se obtiene un valor de aproximadamente 8,4 veces. Sin embargo, dicho guarismo debiera tender a reducirse significativamente cuando se incrementen los flujos de las nuevas inversiones. Nótese que éstas implicaron que el gasto en personal tuviese un alza de aproximadamente US\$ 28 millones entre 2010 y 2011.

Cabe resaltar que Avansalud incrementó su capacidad en 2,5 veces, por lo tanto, es razonable presumir que su resultado operacional, que ascendió \$ 1.246 millones el año anterior, aumente a futuro con los mayores niveles de ocupación esperados (el 2011 finalizó en 48%). En opinión de **Humphreys**, el riesgo asociado a un estancamiento en la utilización de las instalaciones es reducido, por cuanto los nuevos activos corresponden a la ampliación de una clínica de larga existencia y con resultados exitosos (el rendimiento operacional histórico es en torno al 9,7% de los activos, según PCGA).

Por su parte, la clínica Bicentenario, puesto que fue inaugurada en el primer semestre y mantiene una estructura operativa para sostener un crecimiento relevante, arrojó una pérdida operacional del \$ 6.352,5 millones. Con todo, la clínica ha comenzado con niveles de ocupación adecuados y ascendentes. Dado ello, suponiendo que se lleva el resultado operacional a cero, este solo hecho implicaría que la relación deuda financiera sobre EBITDA, *ceteris paribus*, sería de 5,2 veces (cifra que se reduciría aun más si se asume una utilidad operacional positiva para Bicentenario y el crecimiento esperado de Avansalud).

Junto con lo anterior, el análisis debe incorporar que el modelo de negocio de **Red Salud** es intensivo en activos fijos; de hecho el 68% del activo total está conformado por "Propiedades, Planta y Equipo", y por lo tanto, es lógico esperar un mayor apalancamiento financiero (teniendo ciertas características asimilables al negocio inmobiliario). En este contexto, cobra relevancia el hecho de que la sociedad ha estructurado su endeudamiento con un perfil de pago que responde a sus características particulares; es así como a diciembre de 2011 el 68% de sus pasivos financieros tenía vencimientos en plazos superiores a cinco años lo que da un tiempo más que suficiente para la maduración de las nuevas inversiones (sobre todo que se trata de un grupo con experiencia en el sector).

También es importante señalar que la empresa emitió dos series de bonos a comienzos de año, lo cual implica un aumento de sus pasivos cercano a UF 2 millones (no reflejados en los estados financieros de 2011). Parte importante de estos recursos serán utilizados en la ampliación y modernización de la clínica Tabancura, establecimiento con elevado flujo de público, de marca

reconocida y adecuado rendimiento económico, todo lo cual atenúa en forma importante los riesgos propios asociados a un proyecto. Valga señalar que los bonos fueron colocados a tasas anuales del 6,7% nominal y 4,14% real, e históricamente clínica Tabancura ha arrojado un resultado operacional del orden del 11% de los activos totales (PCGA). Por otra parte, los títulos serie A (50%) han sido emitidos en pesos a cinco años plazo (*bullet*), mientras que la serie C (50%), emitida en unidades de fomento, comenzará a amortizar desde el año 2022, otorgando también un horizonte de tiempo más que suficiente para la maduración de esta inversión.

Como atenuante de los riesgos asociados a las nuevas inversiones se ha incluido, además, que el emisor cuenta con Megasalud, una de las principales y más extensas redes de atención médica de Chile. En este sentido, más allá de la estabilidad en la generación de caja de esta filial, la evaluación no puede ignorar la sólida y positiva relación que existe entre centros médicos y centros hospitalarios que, en cierta medida, constituyen un factor esencial para el desarrollo dentro del sector.

Todo lo expuesto se inserta dentro de las fortalezas que sustentan la clasificación de **Red Salud** en "Categoría A", donde se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio del 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- accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas y por ubicación geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva. En conjunto, la red genera más de 9.100.000 prestaciones al año. Además, ha presentado un fuerte crecimiento de su capacidad instalada, pasando de tener 373 camas y 603 boxes de consultas médicas en 2008, a más de 1.000 camas y 876 boxes de consulta a fines de 2011.

La clasificación de riesgo, además, se ve reforzada por el hecho de que la sociedad se desenvuelve en un sector con auspiciosas expectativas en cuanto al crecimiento de su demanda, tanto por el envejecimiento de la población como por el crecimiento esperado del ingreso per cápita en Chile, ambos factores claves en lo que respecta al gasto en consumo en salud. La penetración de los seguros de salud –forzados o voluntarios- también contribuirán al crecimiento de la demanda. Según datos publicados por el Banco Mundial, en 2010 el gasto total en salud en Chile representó el 8% del PIB, lo que es un porcentaje bajo en comparación con otros países, principalmente desarrollados (en Chile el consumo per cápita en bienes y servicios de salud es alrededor de US\$ 700 dólares, mucho menor al de los países desarrollados que superan los US\$ 3.000 e incluso llegan a US\$ 7.500). Por otra parte, las políticas gubernamentales, como por ejemplo el plan Auge, también favorecen el desarrollo del sector. Las cifras históricas avalan esta postura, dado que entre los años 2001 y 2009, el gasto en salud per cápita en Chile, aumentó en 218%.

Asimismo, como fortaleza y atenuante de los riesgos asociados a la expansión, se ha incorporado la elevada experiencia del equipo directivo de **Red Salud** y de sus filiales, tanto en temas de administración como propiamente médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, de su evolución y de su demanda. Gran parte de sus equipos directivos, tanto en materias de salud como de otra índole, operan desde diez o más años en las respectivas filiales.

También la evaluación considera como un elemento positivo la estabilidad que han mostrado los márgenes con que operan las distintas filiales, lo cual necesariamente deberá reflejarse en los resultados de la matriz (obviamente, corregido por el efecto de las nuevas inversiones). Entendiendo que la baja volatilidad es propia de la industria como un todo, la situación de **Red Salud** –en términos comparativos- se fortalece por la atomización y diversificación de sus inversiones, lo que reduce su exposición a caídas abruptas, coyunturales o permanentes de su demanda. Sumado a lo anterior, a juicio de *Humphreys*, la cuantía de los activos fijos consolidados del emisor –susceptibles de entregar en garantía o *leaseback*- le facilitan el acceso al mercado del crédito y le otorgan flexibilidad financiera.

La categoría asignada igualmente reconoce que **Red Salud** es filial de Sociedad de Inversiones y Servicios La Construcción S.A (clasificada en "Categoría AA+" por **Humphreys**) y, por ello, de la Cámara Chilena de la Construcción, entidad de reconocido prestigio a nivel nacional.

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 32 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 (99,9%), Clínica Bicentenario (99,9%) y Clínica Iquique (52,15%).

La empresa, con fecha 26 de enero de 2012, colocó en el mercado dos bonos con cargo a las líneas N° 697 y 698.

A diciembre de 2011, la sociedad presentaba un nivel de endeudamiento financiero -medido como deuda financiera sobre patrimonio- de 0,79 veces, y una relación deuda financiera sobre EBITDA de 8,4 veces.

Contacto en **Humphreys**:
Eduardo Valdés S.
(562) 433 52 00
eduardo.valdes@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16° – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (562) 433 52 00 / Fax (562) 433 52 01

<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".