



Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Elisa Villalobos H.  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
[elisa.villalobos@humphreys.cl](mailto:elisa.villalobos@humphreys.cl)  
[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Clínica Las Condes S.A.

Abril 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Tipo de Instrumento		Categoría
Líneas de bonos		A+
Acciones		Primera Clase Nivel 3
Tendencia		Estable
Otros instrumentos		No hay
EEFF base		31 de diciembre de 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 10 años	Nº 682 de 07.10.2011
Línea de bonos a 30 años	Nº 721 de 23.04.2012
Serie B (BLCON-B)	Primera emisión
Serie C (BLCON-C)	Primera emisión
Serie D (BLCON-D)	Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos totales	115.949.428	127.363.165	138.851.439	156.386.447	179.690.767
Costo de ventas	-85.628.567	-93.648.725	-101.680.917	-119.054.788	-141.676.067
<b>Margen bruto</b>	<b>30.320.861</b>	<b>33.714.440</b>	<b>37.170.522</b>	<b>37.331.659</b>	<b>38.014.700</b>
Gastos de administración	-9.546.316	-11.052.847	-13.033.712	-16.392.201	-18.063.188
<b>Resultado operacional</b>	<b>20.774.545</b>	<b>22.661.593</b>	<b>24.136.810</b>	<b>20.939.458</b>	<b>19.951.512</b>
Costos financieros	-1.430.410	-1.316.463	-1.333.421	-1.511.274	-4.113.405
Utilidad del ejercicio	15.772.872	16.564.118	18.105.136	14.652.607	8.996.788
EBITDA	26.717.850	28.411.042	30.104.294	26.454.901	28.838.170

Balance General Consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015
Activos corrientes	71.637.727	73.629.245	89.353.613	99.667.579	94.815.025
Activos no corrientes	122.220.683	137.783.909	172.122.383	209.813.744	237.191.053
<b>Total activos</b>	<b>193.858.410</b>	<b>211.413.154</b>	<b>261.475.996</b>	<b>309.481.323</b>	<b>332.006.078</b>
Pasivos corrientes	27.848.207	28.945.135	29.510.393	42.861.157	49.507.608
Pasivos no corrientes	24.777.425	31.902.204	71.369.700	100.027.756	114.086.995
<b>Pasivos totales</b>	<b>52.625.632</b>	<b>60.847.339</b>	<b>100.880.093</b>	<b>142.888.913</b>	<b>163.594.603</b>
Patrimonio	141.232.778	150.565.815	160.595.903	166.592.410	168.411.475
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>193.858.410</b>	<b>211.413.154</b>	<b>261.475.996</b>	<b>309.481.323</b>	<b>332.006.078</b>
Deuda financiera	24.044.837	30.516.923	70.392.856	103.717.144	130.913.843

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Clínica Las Condes S.A. (Clínica Las Condes)** es una sociedad, constituida en 1979, que junto a sus filiales cubre prácticamente la totalidad de las especialidades médicas, desarrollando actividades tanto de tipo hospitalario como ambulatorio. Las sociedades filiales del emisor lo conforman: Diagnósticos por Imágenes Ltda. (49,19%), Servicios de Salud Integrados (99,90%), Prestaciones Médicas Las Condes S.A. (97,00%), Inmobiliaria CLC S.A. (99,99%) y Seguros CLC S.A. (99,00%).

La entidad tiene una importante participación dentro de las clínicas privadas de la Región Metropolitana, con un 8% del total de oferta de camas y está posicionada como una de las líderes en innovación, complejidad y tecnología de Latinoamérica. Su sede principal se encuentra en la comuna de Las Condes y durante 2010 inauguró su centro médico en Piedra Roja, en la comuna de Colina (Chicureo), el cual ha seguido exhibiendo un fuerte crecimiento tanto en la actividad ambulatoria colectiva, con un total de 17.903 consultas, como en atenciones de urgencias con 40.083 consultas.

En línea con la expansión definida por el directorio en la Región Metropolitana con el modelo de Centros Médicos, durante el primer semestre del año 2015 se concretó la compra de un terreno de 1,7 hectáreas, en la comuna de Peñalolén, proyectándose la construcción de un nuevo centro durante el 2016, estimándose el inicio de sus operaciones a comienzos del 2017.

Durante el período 2015, **Clínica Las Condes** generó ingresos por \$179.691 millones (US\$ 254 millones<sup>1</sup>) y un EBITDA de \$28.838 millones (US\$ 40,7 millones). Al cierre del ejercicio 2015, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$130.914 millones (US\$ 185,1 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 168.411 millones (US\$ 238,1 millones).

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **Clínica Las Condes** en "Categoría A+" se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla la clínica, lo que ha repercutido favorablemente en la fortaleza de la marca dentro de su mercado objetivo. La actual estructura operativa la ha posicionado como un prestador médico de alta complejidad, siendo pionero en la utilización de tecnologías y terapias en el país. De esta forma, la clínica es capaz de entregar una extensa gama de servicios médicos –desde consultas médicas a intervenciones quirúrgicas de muy alta complejidad– accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas. Estas características le permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva.

A su vez, la compañía ha logrado estructurar un financiamiento de largo plazo que se ajusta al perfil de sus inversiones y muestra importantes holguras para todo el período de vencimientos. En el perfil de amortizaciones anuales, incluso el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>2</sup> de 2015 puede soportar caídas

<sup>1</sup> Tipo de cambio utilizado \$710,16/US\$ al 31/12/2015.

<sup>2</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.

---

de hasta un 48,7%, y aun bajo este hipotético escenario la empresa sería capaz de enfrentar los pagos anuales que debe realizar.

La clasificación de riesgo se ve reforzada, además, 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 –obligatorios o voluntarios- también contribuirán al crecimiento de la demanda.

Dentro de los aspectos que se han considerado positivos se encuentra la estabilidad del margen EBITDA con que opera la clínica (el menor margen se generó en 2015, igual a 16%, mientras que en 2011 fue el período que registró el mayor margen EBITDA, igual a 23%). Además se valora favorablemente, la experiencia y formación de los equipos directivos con elevada experiencia, tanto en temas de administración como médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, su evolución y demanda.

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*- casi duplica la deuda financiera del emisor (siendo de 1,7 veces en 2015), facilitando con ello su acceso al mercado del crédito y su flexibilidad financiera.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración geográfica de la generación de flujos por parte del emisor. Particularmente, casi la totalidad de los ingresos de **Clínica Las Condes** se generan en su complejo ubicado en la comuna del mismo nombre, así cualquier siniestro que afecte a estos inmuebles repercutiría negativamente en los flujos de la entidad. La concentración de las instalaciones operativas también afecta a la contribución potencial de pacientes para aquellas actividades que generan mayores márgenes, como es el hospitalario y de imagenología.

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.

También se ha considerado, negativamente, que la estructura de la propiedad de la compañía se encuentra bastante atomizada. No presenta accionistas de carácter controlador, como tampoco un pacto para este fin. De esta forma, la gobernabilidad y estrategia futura de la compañía, para que sea estable en el tiempo y no esté sujeta a eventuales riesgos de reputación y/o operativos, requiere descansar en un gobierno corporativo de elevados estándares de calidad. Además, y en caso de crisis excepcionales, la compañía no cuenta con el respaldo de un grupo que posea la fortaleza financiera

---

para injectar rápidamente capital, por ejemplo, en un escenario de disminución abrupta de flujos. Sin perjuicio de lo anterior, es necesario precisar que lo anterior no reviste riesgo en tiempos de normalidad, tal como lo refleja el hecho que las inversiones que está realizando y que ha realizado la compañía, se han llevado a cabo con un *mix* entre deuda y de aportes de capital.

Asimismo, la clasificación de riesgo se ve restringida, ya que durante 2014, la compañía inició un plan para duplicar su superficie construida, y con ello la empresa tiene activos que están en procesos de ejecución, consolidación y madurez en términos de ingresos. De este modo, una parte de la deuda de la entidad está asociada a activos en etapa de ejecución que aún no alcanzan su consolidación, por lo que la situación actual de la clínica subestima, en parte, su capacidad de generación de flujos de largo plazo.

A su vez, se ha considerado negativamente la rápida obsolescencia del equipamiento, lo cual genera inversiones recurrentes que presionan la caja de la compañía. Junto con ello, se ha tomado en cuenta que la clínica pertenece a una industria que está imbuida en un medio de alta competencia. Así, el sector privado de salud ha experimentado un alto nivel de crecimiento y de oferta de infraestructura, en la que, además, las entidades en este mercado deben realizar constantes inversiones para mantener la posición relativa en el rubro.

Junto con lo anterior, la industria en la que está inmersa **Clínica Las Condes** no está ajena a riesgos regulatorios, con posibles efectos en costos o ingresos.

Los títulos accionarios de la sociedad se clasifican en "Primera Clase Nivel 3", atendiendo a la adecuada solvencia del emisor y la liquidez bursátil de los instrumentos que a diciembre de 2015 alcanzan un nivel de presencia igual a 32,7%.

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

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 puedan existir desviaciones razonables respecto a lo inicialmente presupuestado.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Modelo de negocio exitoso y consolidado.
- Elevada fortaleza de la demanda actual y potencial.

### Fortalezas complementarias

- Negocio con estabilidad de márgenes.
- Adecuado nivel de activos susceptibles de entregar en garantías.

### Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marca.

### Riesgos considerados

- Concentración geográfica en la generación de flujos (riesgo aminorado vía seguros).
- Activos en etapa de ejecución (necesidad de rentabilizarlos).
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Industria con 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).
- Necesidad de gobiernos corporativos eficaces para aminorar riesgo de reputación y operativos (riesgo controlable).

## Hechos relevantes

### Resultados a diciembre de 2015

Durante 2015, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 179.691 millones, lo que representó un crecimiento de 14,9% respecto a igual período del año anterior. Durante el mismo lapso, los costos de explotación alcanzaron \$141.676 millones, implicando un incremento de 19,0% respecto al cierre de 2014, que se explica por el mayor costo operacional que implicó la puesta en marcha de la ampliación de la clínica. De esta forma, el margen bruto sobre ingresos de la compañía cayó desde 23,9% en 2014 a un 21,2%, en 2015. A su vez, los gastos de administración han aumentado un 10,2%.

El EBITDA de la empresa finalizó el período en \$28.838 millones, un 9,0% superior al 2014, producto del incremento real de las remuneraciones administrativas y los mayores gastos asociados al crecimiento de la actividad (efectos de ampliación de la clínica).

La utilidad de la clínica disminuyó un 38,6% a \$8.998 millones, tanto por lo expuesto en los párrafos anteriores como producto de una mayor inflación.

A diciembre de 2015, la deuda financiera de la compañía fue de \$130.914 millones, lo que corresponde a un alza de 26,2% por la obtención de créditos bancarios.

## Eventos recientes

La compañía acordó aumentar el capital social mediante la emisión de 100.000 acciones por un monto total de \$43.500.000. El plazo para la emisión, suscripción y pago de estas acciones es de 3 años a contar del 24 de septiembre de 2015.

Los recursos recaudados por el aumento de capital se destinarán al proyecto de ampliación de la Clínica, la cual actualmente está en curso.

## 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.

"+": Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

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

## Oportunidades y fortalezas

**Sólido posicionamiento de mercado:** Clínica Las Condes basa su estrategia de negocios en ser un prestador médico de alta complejidad, siendo pionero en la implementación y utilización de tecnologías y terapias en el país. De esta forma, la clínica es capaz de ofrecer, prácticamente, todas las especialidades médicas, permitiéndole generar integración, sinergias y fidelización de clientes entre las distintas unidades de negocio, las que comprenden: hospitalización, urgencia, diagnóstico y apoyo clínico, consultas médicas y seguros complementarios (planes especiales). Así, por ejemplo, los seguros complementarios, como las consultas médicas y de urgencia permiten generar un importante flujo de pacientes a las dos unidades restantes.

Asimismo, la marca **Clínica Las Condes** es reconocida, valorada en el mercado y con amplia trayectoria, entregando una atención global. Durante el 2015, generó 593.152 consultas médicas, además, ha presentado un fuerte crecimiento de su capacidad instalada, pasando de 95.573 metros cuadrados, 257 camas y 14 pabellones en 2011, a 221.768 metros cuadrados, 310 camas y 18 pabellones boxes a fines de 2015.

**Crecimiento de la demanda:** Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor

necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento 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 7,3%<sup>3</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 al 2014, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 144,6%<sup>4</sup>.

**Experiencia y formación de los equipos directivos:** El equipo directivo de **Clínica Las Condes** y sus filiales, 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.

**Importancia relativa del activo fijo:** La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de US\$ 311,1 millones en propiedades, plantas y equipos, los que son susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 1,7 veces la deuda financiera. Esta situación dota de flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

## Factores de riesgo

**Concentración geográfica en la generación de los flujos:** Prácticamente, la totalidad de los flujos que genera **Clínica Las Condes** se concentran en un lugar geográfico de la zona oriente de Santiago. De esta forma cualquier siniestro, ya sea ocasionados por fenómenos naturales o provocados por el hombre, que afecte directamente a estos inmuebles o el acceso a los mismos, repercutirían negativamente en los flujos de la entidad. Sin embargo, este riesgo se encuentra aminorado por el hecho que la compañía cuenta con seguros por lucro cesante.

De la misma manera, la sociedad tiene acotado a sólo dos puntos –la clínica propiamente tal y, en menor medida, su centro médico ubicado en Chicureo– la contribución del flujo potencial de pacientes para las actividades que le generan mayores márgenes, como es el hospitalario y de imagenología. Cabe señalar que la compañía se encuentra construyendo, en la comuna de Peñalolén, un centro médico que le permitirá un mayor flujo potencial y diversificación de clientes; a su vez, aunque en menor medida, implicará una reducción de la importancia relativa de los ingresos de su principal centro clínico, sobretodo en el área de urgencia, consultas médicas y radiología, entre otros.

**Propiedad atomizada:** La estructura de propiedad de la compañía se encuentra bastante desconcentrada. No presenta accionistas de carácter controlador, como tampoco accionistas

<sup>3</sup> Base de datos de la OCDE sobre la salud 2015. Datos a 2014.

<sup>4</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

---

mayoritarios. De esta forma, la gobernabilidad de la institución requiere de un sólido gobierno corporativo que atenúe en forma eficaz los riesgos operativos y de reputación.

Además, y en caso de ser necesario, la compañía no cuenta con un grupo controlador que posea fortaleza financiera en caso que el emisor necesite aportes rápidos de capital (obviamente siempre es posible acceder a aumentos de capital, pero se estima que la probabilidad de éxito aumenta cuando exista un controlador financieramente sólido).

**Consolidación de las inversiones:** Durante 2014, **Clínica Las Condes** inició un plan para duplicar su superficie construida, y con ello la empresa presenta activos que están en procesos de ejecución, consolidación y madurez en términos de ingresos. A lo anterior se suma los inicios de la construcción del nuevo centro médico de **Clínica Las Condes** en la comuna de Peñalolén, proyecto que, como tal, puede enfrentar riesgos de sobre costo y sobre plazo.

La clasificación supone a futuro que las nuevas inversiones lograrán rentabilidades similares a las que exhibió la empresa en el pasado.

**Concentración de deudores:** En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, el 85,6% de los ingresos de **Clínica Las Condes** provienen de las isapres abiertas, mientras que el 9,9% desde Fonasa, esto 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 los ingresos 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 es de suma importancia la flexibilidad financiera con la que cuentan las distintas prestadoras 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.

**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 centros especializados. Según cifras de la asociación gremial Clínicas de Chile A.G.<sup>5</sup>, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2015 esta cifra llegó a 6.755, mientras que, en el mismo período, los centros médicos pasaron de ser 581 a 731. 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 su posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector público, en

---

<sup>5</sup> Fuente: "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2014)

particular si se mejora este tipo de servicio y/o antes crisis económicas, y las necesidades de inversión en equipos dada su rápida obsolescencia Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud.

## Antecedentes generales

### Historia

**Clínica Las Condes** nació en 1978, por iniciativa de un conjunto de médicos, de distintas especialidades, con el propósito de desarrollar un hospital de excelencia. De esta forma, en junio de 1979, se constituye Clínica Las Condes S.A.

Así, en el 27 de diciembre 1982 se da inicio a las actividades en la clínica, la que comenzó con una superficie de 15.185 metros cuadrados, con 83 profesionales médicos, 123 camas habilitadas y siete pabellones; actualmente cuenta con 221.768 metros cuadrados, 805 médicos, 310 camas y 18 pabellones.

La compañía desarrolla actividades tanto de tipo hospitalario como ambulatorio, entre las que se enumeran a continuación:

- Hospitalización médica y quirúrgica.
- Unidades de cuidados intensivos e intermedios de adultos, pediatría y neonatología.
- Pabellones quirúrgicos.
- Recuperación post operatoria.
- Laboratorios clínicos.
- Radiología
- Tomografía computarizada.
- Resonancia magnética.
- Radioterapia.
- Medicina nuclear.
- Ecotomografía.
- Hemodiálisis.
- Procedimientos y consultas ambulatorios de, prácticamente, todas las ramas de la medicina.
- Servicio de urgencia

En 2007 comenzaron las operaciones de la compañía de seguros CLC S.A., filial del emisor, que comercializa, principalmente, seguros complementarios de salud y que, además de sus objetivos propios, contribuye con un importante flujo de clientes a la clínica, sobre todo hacia aquellas áreas que generan mayores márgenes para la entidad.

## Propiedad y administración

### Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2015, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Fernando Enrique Cañas Berkowitz	Presidente
Jorge Larach Said	Vicepresidente
Marcos Goycoolea Vial	Director
Carlos SchnappScharf	Director
Arturo Concha Ureta	Director
Mauricio Wainer Elizalde	Director
Alejandro Quintana Hurtado	Director
Luis Manuel Rodríguez Cuevas	Director
Raúl Alcaíno Lihn	Director Independiente

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

Nombre	Cargo
Gonzalo Grebe Noguera	Gerente General
Erwin Buckel González	Director Médico
Aldo Levrini Ramírez	Gerente Finanzas
Marcela Pumarino Cruzat	Gerente de Personas
Fernando León Imable	Gerente de Operaciones
Pablo Yarmuch Fierro	Gerente Comercial
Sonia Abad Vásquez	Gerente de Enfermería
Rodrigo Alcoholado Moenne	Gerente de Planificación y Desarrollo
Hellen Sotomayor Peragallo	Gerente de Tecnologías de la Información

### Accionistas

La propiedad del emisor está concentrada en un 50%, aproximadamente, en el equipo médico. No existen en la sociedad accionistas que tengan la calidad de controladores.

Los principales accionistas de **Clínica Las Condes** se presentan a continuación:

Nombre	Número de acciones	% de propiedad
Inversiones Santa Filomena Limitada	1.446.612	17,45%
Fondo de Inversión Privado LLaima	563.725	6,80%
BCI C. de B. S.A.	554.140	6,69%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	384.995	4,64%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	346.356	4,18%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	308.417	3,72%
Inversiones Gami SPA	272.490	3,29%
Inmobiliaria Conosur Limitada	257.445	3,11%
Siglo XXI Fondo de Inversión	246.215	2,97%
Chile Fondo de Inversión Small CAP	197.127	2,38%
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	170.806	2,06%
Soc. Asesorías e Inversiones Herbert Spencer H.	105.568	1,27%
Otros	8.288.998	59,35%

## Modelo médico

El modelo médico de **Clínica Las Condes** se basa en entregar un servicio de salud integral, de alta complejidad e innovación tecnológica. De esta forma, la entidad cuenta con infraestructura de punta, altos estándares de seguridad y un equipo médico de primera línea a nivel país. **Clínica Las Condes** ha acreditado internacionalmente la calidad y seguridad de sus atenciones de salud, durante tres procesos consecutivos, ante Joint Commission International.

Para llevar a cabo el modelo médico, la empresa y sus filiales desarrollan sus actividades en cinco áreas de negocios:

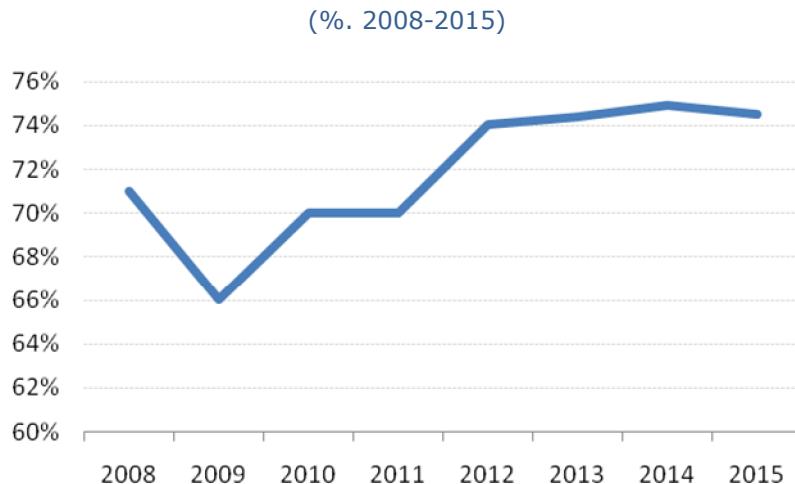
### Servicio de hospitalización

Este servicio, dedicado a la atención de casos de alta complejidad, cuenta con un plantel profesional de alto estándar a nivel nacional, modernas instalaciones y equipo de punta a nivel tecnológico.

Esta área incluye los servicios de hospitalización, pabellón y recuperación, siendo la principal fuente de ingresos para **Clínica Las Condes**.

Cuenta con 310 camas habilitadas y 18 pabellones. Además, durante 2015, contó con una ocupación promedio de 74,5%, tal como se muestra en la Ilustración 1. Ese año llevaron a cabo 17.831 intervenciones quirúrgicas, de ellas, el 13% fueron operaciones de cirugía mayor ambulatoria.

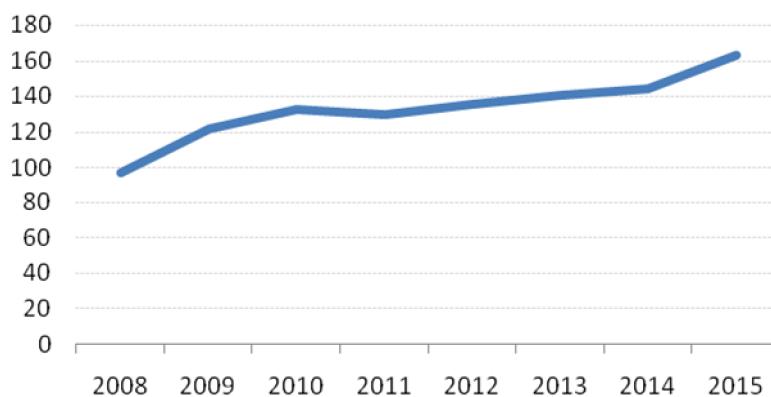
### Ilustración 1 Evolución de la ocupación



### Servicio de urgencia

El servicio de urgencia cuenta con dos salas de resucitación cardiopulmonar avanzada y 44 salas multifuncionales y 13 salas para la atención traumatológica de pacientes con convenio escolar. Durante 2015 el servicio de urgencia realizó 163.345 atenciones médicas las que se efectuaron físicamente en Las Condes, Chicureo y La Parva, y que en el tiempo han evolucionado tal como se muestra en la Ilustración 2.

**Ilustración 2  
Evolución de las atenciones de urgencia  
(Miles. 2008-2015)**



### Servicio de diagnóstico y apoyo clínico

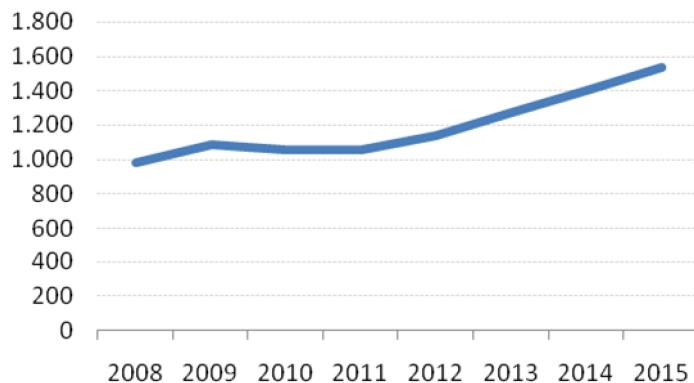
En esta área de servicio se incluye los exámenes, procedimientos ambulatorios y el centro clínico del cáncer, el que ha crecido en el tiempo con una tasa de ocupación mayor a 80% y ofrece a los

pacientes un cuidado integral y multidisciplinario en áreas como radioterapia, cuidados paliativos y oncología médica.

Por último, a fin de año se aprobaron los recursos para la actualización de equipos de radioterapia y para ampliar las capacidades de Consultas y Quimioterapia, tanto ambulatoria como hospitalizada, lo cual permitirá ofrecer la mejor tecnología y mayor capacidad para atender mejor y a más pacientes.

Durante 2015, **Clínica Las Condes** realizó cerca de 1,5 millones de exámenes de laboratorio, manteniendo la tendencia al alza de este tipo de servicio, tal como se muestra en la Ilustración 3.

**Ilustración 3**  
**Evolución de los exámenes de laboratorios realizados**  
(Miles. 2008-2015)



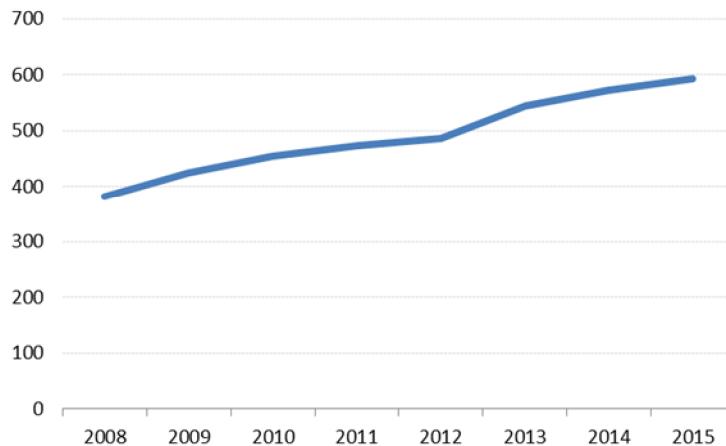
### Servicio de consultas médicas

Esta área de servicios es de gran importancia para la clínica, puesto que genera un alto flujo de paciente hacia las otras unidades apoyando con ello la mejor resolución del diagnóstico o patología del paciente.

Las consultas médicas también se llevan a cabo en el Centro Médico Integral de Chicureo, el cual ha sostenido su crecimiento recibiendo en 2015 un 25% más de consulta que en 2014.

Durante 2015, en **Clínica Las Condes** se realizaron 583.152 consultas médicas, tal como se muestra en la Ilustración 4.

Ilustración 4  
**Evolución de las consultas médicas**  
(Miles. 2008-2015)



### Planes especiales

La clínica, por medio de su filial, ha desarrollado una serie de planes de seguros que ayudan a cubrir las diferentes necesidades de los pacientes; principalmente, consistentes en seguros complementarios, planes de medicina preventiva y programas especiales de fidelización del cliente.

Así, la compañía, como grupo, participa en la industria de seguros de vida individuales; entre los productos que ofrece están el Seguro Escolar Colectivo, Gastos Médicos Mayores, Seguro de Maternidad y el Seguro Familia, entre otros. A través de esta filial permite atraer y fidelizar un flujo importante de clientes hacia otras áreas de la clínica.

### Análisis financiero

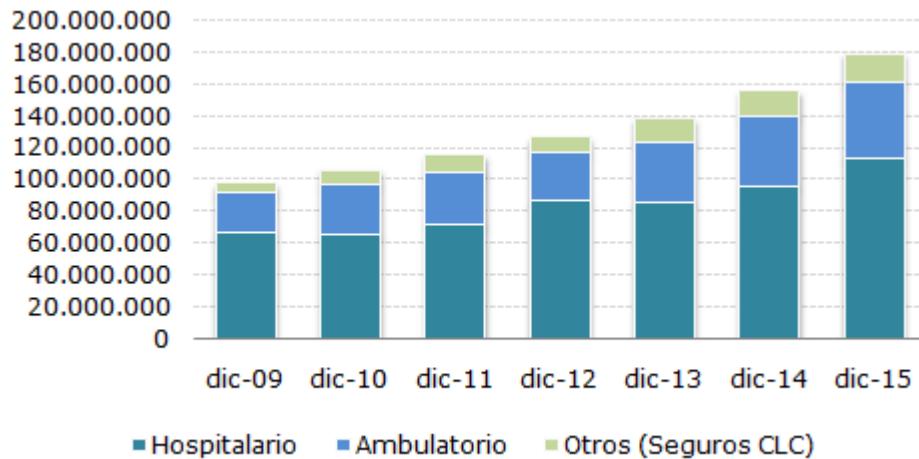
#### Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2015, los ingresos consolidados de **Clínica Las Condes** alcanzaron los \$ 179.691 millones, lo que significó un aumento de 14,9%, respecto a 2014. El principal aporte relativo a esta alza está explicado por el incremento en los ingresos del área hospitalaria –segmento de negocio que agrupa a pacientes que se hospitalizan y ocupan días camas, seguido por el área ambulatoria segmento que no involucra ocupación de días camas y son transitorios–.

Los ingresos del emisor se generan, principalmente, en el área hospitalaria la que entre 2009 y 2015 ha aportado en promedio el 64% de los ingresos del emisor, seguido por el área ambulatoria que en promedio ha generado el 27,1%. Mientras que el área otros el que incluye a los ingresos por arriendo

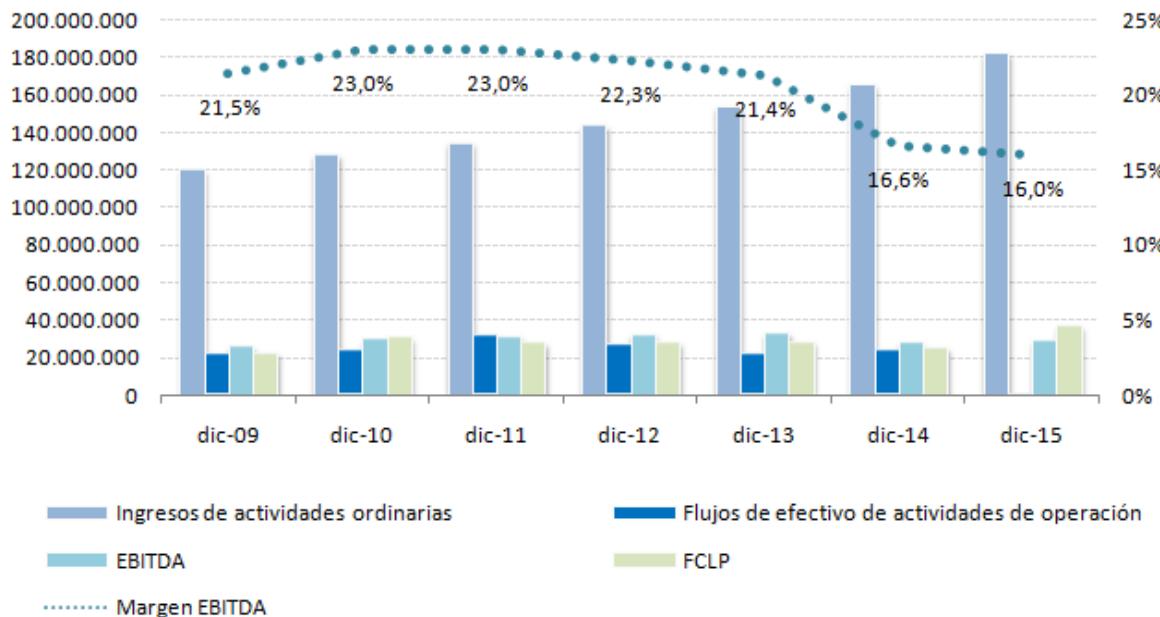
de estacionamientos y oficinas, más el rubro de seguros han aportado el 8,9% de los ingresos promedio del emisor, tal como se muestra en Ilustración 5.

**Ilustración 5  
Ingresos según segmento  
(\$M)**



La compañía exhibe un margen EBITDA, respecto a los ingresos de la entidad, relativamente estable en el tiempo. El EBITDA ha representado, en promedio entre 2009 y 2015, un 20,5% de los ingresos. Si bien a diciembre de 2015 exhibe un valor menor al de este promedio, igual a 16%, lo cierto es que durante ese año el margen EBITDA está influido por la puesta en marcha de la ampliación de las instalaciones de la clínica.

Ilustración 6  
**Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP**  
(\$M. 2009-2015)



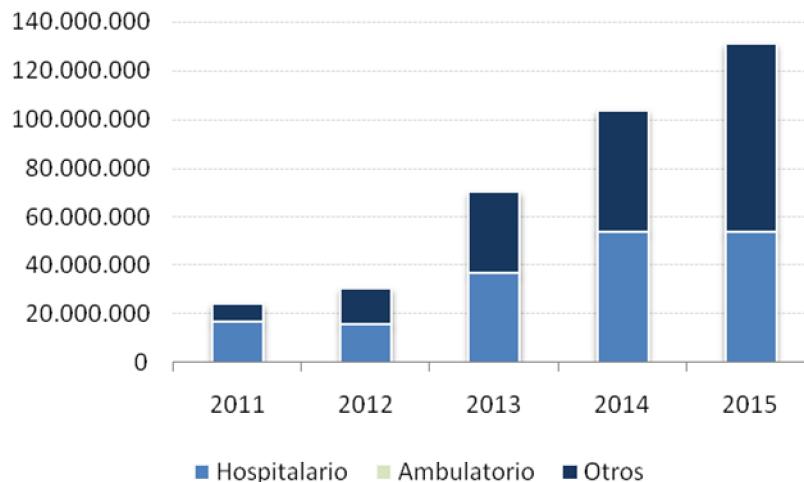
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Clínica Las Condes** escaló un 26,2% durante 2015, alcanzando \$130.914 millones (\$103.717 millones en 2014). Lo anterior se debió, principalmente, al financiamiento de la construcción del nuevo edificio.

El 80,4% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 19,6% restante, a deuda por emisión de bonos.

A fines de 2015, la deuda financiera consolidada de la empresa se aplicó en un 40,8% en el área hospitalaria y un 59,2% en el segmento "Otros", mientras que el área ambulatorio no tiene asociado endeudamiento financiero, tal como se muestra en Ilustración 7.

Ilustración 7  
**Evolución de la deuda financiera**  
(\$M)



Producto del incremento experimentado por las obligaciones financieras, la razón de endeudamiento – medida como pasivo exigible sobre patrimonio– aumentó desde 0,88 veces en 2014, a 0,97 durante 2015. En línea con lo anterior, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA creció desde 3,9 a 4,5 veces en 2015. Asimismo, la relación entre deuda financiera y Flujo de Caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>6</sup>) disminuyó desde 4,3 veces, que presentaba a diciembre de 2014, a 3,6 veces en 2015. Aunque es de esperarse que dada la construcción y puesta en marcha del centro médico en la comuna de Peñalolén, este indicador exhiba un incremento.

Cabe señalar, que en el pasado, **Clínica Las Condes** ha presentado niveles de rentabilidad de los activos superiores a los registrados en 2014 y 2015. A modo de ejemplo, entre 2010 a 2013 superó el 13,0%, pero para 2014 cayó a 11,7%, mientras que en 2015 disminuyó a 9,5%. Lo anterior, tiene su explicación en las nuevas inversiones que ha realizado la compañía en los últimos dos ejercicios, activos cuyos flujos aún están en etapa de consolidación.

De esta forma, si se considera, bajo un análisis conservador, que la última rentabilidad obtenida por la compañía en 2015 como aquella representativa de su rentabilidad de largo plazo, la relación deuda financiera sobre FCLP, a diciembre de 2015, llega a 4,7 veces.

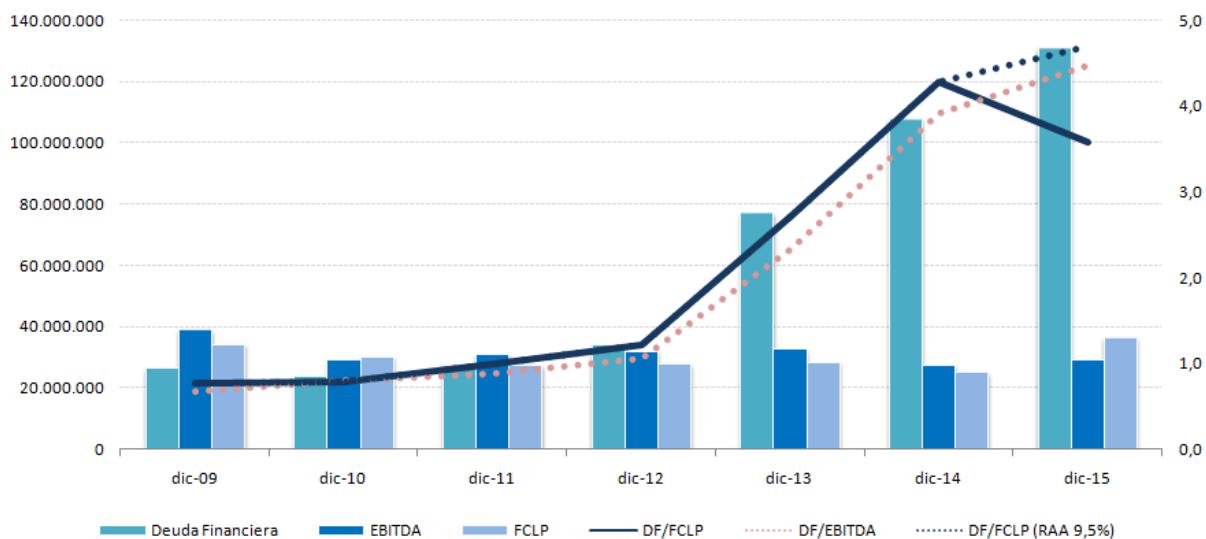
Sin embargo, a futuro con la consolidación y madurez de los flujos de los activos que se encuentran en etapa de ejecución (como es el caso del plan de expansión y la construcción del centro médico en

<sup>6</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.

Peñalolén) manteniendo las otras variables constantes, es de esperarse que los niveles relativos de endeudamiento disminuyan respecto de los niveles señalados anteriormente.

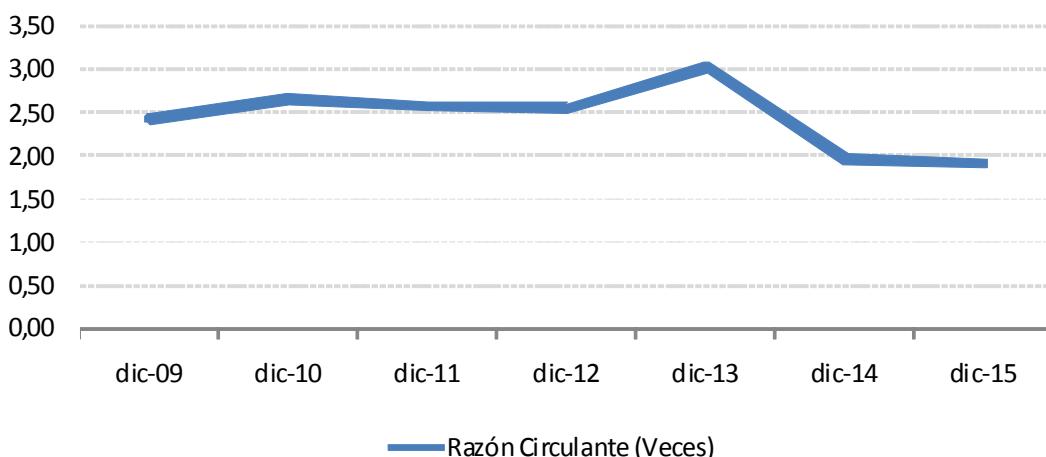
En la Ilustración 8 se muestra la evolución de los indicadores:

**Ilustración 8**  
**Evolución de la deuda financiera frente al FCLP y EBITDA**  
 (\$M. 2009-2015)



La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), disminuyó a 1,92 veces en 2015 (1,96 veces en 2014). Esta disminución se explica, principalmente, por el incremento de los pasivos financieros corrientes. Estos finalizaron en \$20.424 millones, mientras que en 2014 eran de \$7.668 millones, producto de la nueva deuda adquirida; así, los pasivos corrientes subieron un 166,4%. Mientras que el activo corriente que aumentó en 39,1%. En la Ilustración 9 se muestra la evolución de la liquidez:

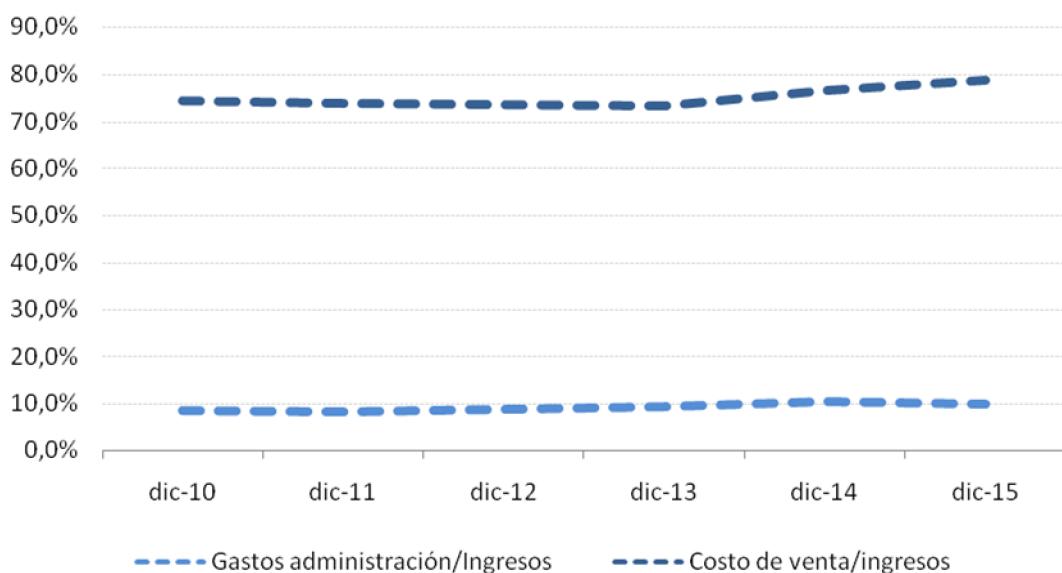
**Ilustración 9**  
**Evolución razón circulante**  
 (Veces)



## Evolución de la rentabilidad y eficiencia

Producto del alza en remuneraciones, como por el aumento de la actividad de la clínica, la compañía registró un incremento en el costo de venta y de los gastos de administración como porción de los ingresos. Aun así, estos indicadores se mantienen en rangos estables durante el período de evaluación. El primer indicador, costo de venta sobre ingresos, finalizó 2015 en 78,8% y ha promediado, entre 2010 y 2015, un valor igual a 75%. Mientras que el segundo indicador, gastos de administración sobre ingresos, que finalizó en 10,1% el ejercicio de 2015, ha promediado un 9,2% en los últimos seis años, tal como se muestra en la Ilustración 10.

**Ilustración 10**  
**Evolución gastos de administración y costos de venta sobre ingresos**  
 (%. 2010-2015)



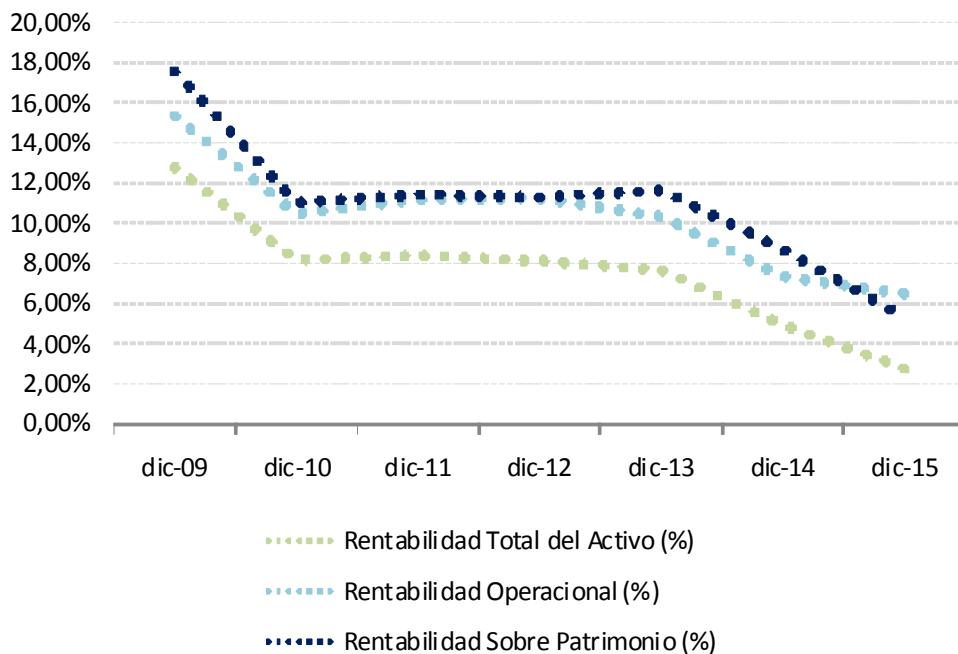
Por las razones señaladas anteriormente, el aumento de los costos por la puesta en marcha, mayor actividad e incremento en las remuneraciones, entre otros, el resultado operacional disminuyó un 14,7% y la utilidad del ejercicio un 38,6%. De esta forma, tanto la rentabilidad operacional<sup>7</sup>, como la rentabilidad sobre el patrimonio<sup>8</sup> y la rentabilidad del activo<sup>9</sup> disminuyeron durante 2015. En el primer caso, la rentabilidad operacional pasó de 7,35% a 6,5%, mientras la rentabilidad sobre el patrimonio, por su parte, cayó desde 8,72% a 5,36% en 2015 y la rentabilidad del activo desde 4,98% a 2,78%, tal como lo muestra la Ilustración 11.

<sup>7</sup> Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

<sup>8</sup> Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

<sup>9</sup> Rentabilidad del activo: Utilidad del ejercicio sobre activos totales promedio.

**Ilustración 11**  
**Evolución rentabilidades**  
 (%. 2009-2015)



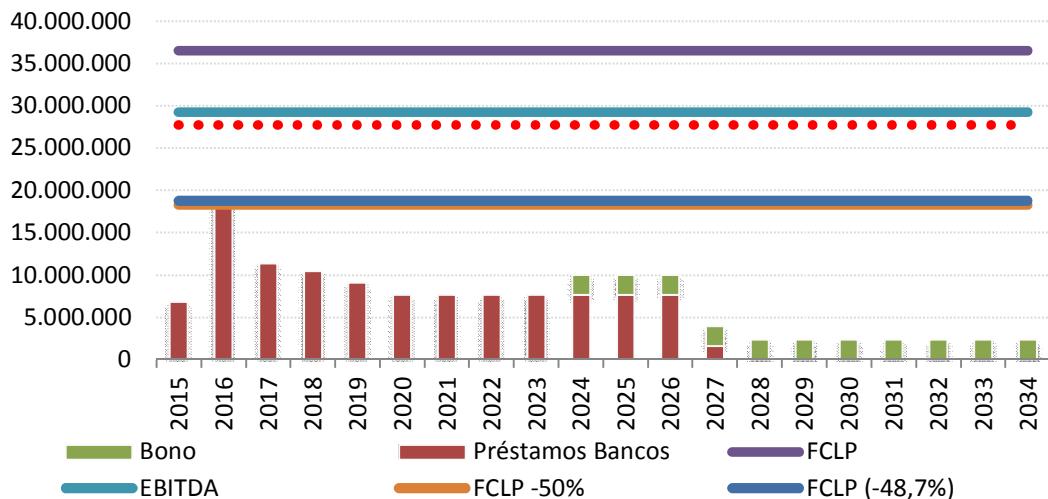
### Perfil de pago de la deuda y generación de flujos<sup>10</sup>

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 **Clínica Las Condes** presenta importantes holguras para todo el periodo de amortización de la deuda, incluso con una caída del 48,7% del FCLP es capaz de responder a sus pagos anuales. Así, en el evento poco probable que a futuro no se incremente el flujo de caja de la sociedad (de acuerdo al FCLP de 2015), aun así el emisor es capaz de dar cumplimiento a sus obligaciones financieras.

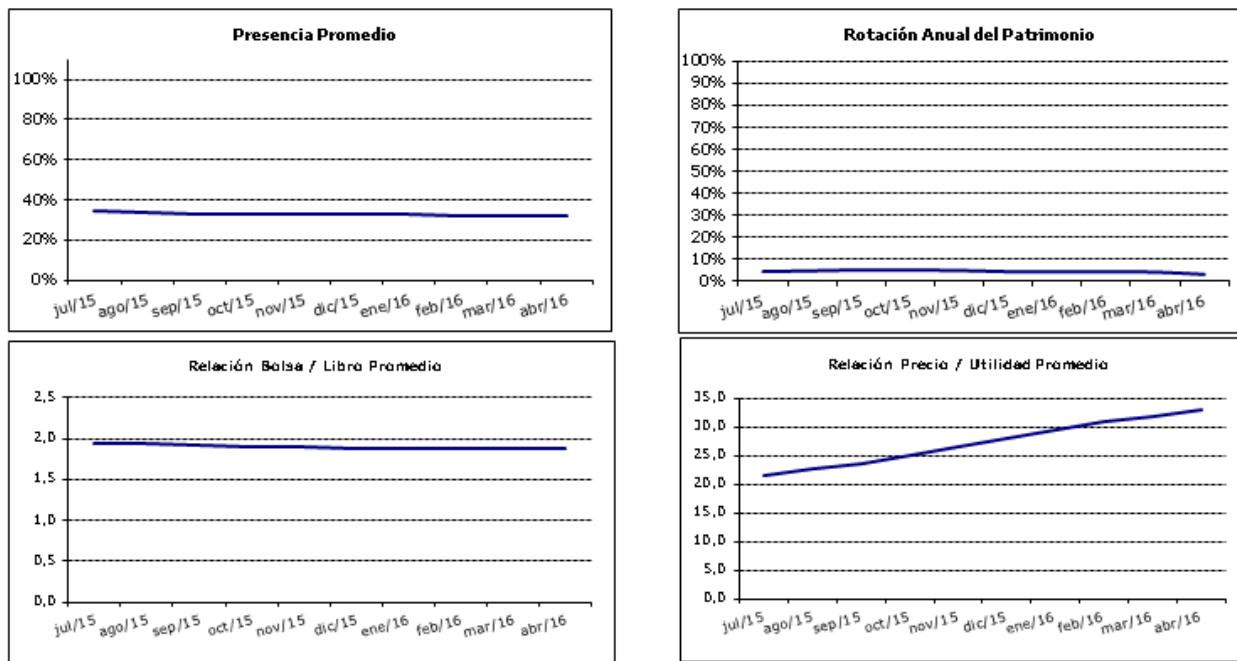
Tal como se mencionó en párrafos anteriores, la empresa ha presentado en el pasado niveles de rentabilidad superiores, a los que exhibe actualmente. De esta forma, si se considera, bajo un análisis conservador, que la última rentabilidad obtenida por la compañía en 2015 como aquella representativa de su rentabilidad de largo plazo, el FCLP de la entidad pasaría de \$36.567 millones a \$27.728 millones, presentando este último valor importantes holguras frente a los vencimientos anuales que debe enfrentar **Clínica Las Condes**, tal como se ve en la Ilustración 12.

<sup>10</sup>Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

Ilustración 12  
**Evolución perfil de amortizaciones**  
(M\$)



## Acciones



## Covenants de las líneas de bonos

<b>Covenants líneas de bonos</b>			
	<b>Definición</b>	<b>Límite</b>	<b>31-12-2015</b>
Nivel de endeudamiento financiero	Obligaciones financieras/Patrimonio total	Menor a 1,4 veces	0,78 veces
Patrimonio mínimo	Total patrimonio	Mayor a \$124.687 millones	\$ 168.411 millones

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