



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

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas Red Salud S.A.

Abril 2018

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

| Tipo de Instrumento | | Categoría |
|----------------------------|--|-----------------------------|
| Líneas de Bonos | | A |
| Tendencia | | En Observación ¹ |
| EEFF base | | 31 de diciembre de 2017 |

| Antecedentes de los instrumentos | |
|---|---|
| Tipo de instrumento | Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda |
| Línea de Bonos a 30 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-D) Serie E (BREDS-E) Serie E (BREDS-F) | Nº 860 de 25.07.2017 Primera emisión Primera emisión Primera emisión |
| Línea de Bonos a 30 años Serie G (BREDS-G) | Nº 861 de 25.07.2017 No colocada |

| Estado de resultados consolidado IFRS | | | | | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| M\$ de cada año | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Ingresos totales | 192.425.985 | 213.002.448 | 281.388.517 | 335.858.485 | 348.758.231 |
| Costo de ventas | -150.597.476 | -168.689.305 | -220.178.687 | -257.926.528 | -267.227.606 |
| Margen bruto | 41.828.509 | 44.313.143 | 61.209.830 | 77.931.958 | 81.530.625 |
| Gastos de administración | -29.119.730 | -32.342.545 | -46.501.712 | -55.965.610 | -63.124.311 |
| Otras ganancias (pérdidas) | 496.136 | 567.868 | 949.212 | 875.671 | 824.184 |
| Resultado operacional | 13.204.915 | 12.538.466 | 15.657.330 | 22.842.019 | 19.230.498 |
| Costos financieros | -7.024.114 | -7.503.882 | -9.691.409 | -9.424.667 | -8.967.361 |
| Utilidad del ejercicio | 4.769.615 | 2.689.528 | 3.811.401 | 9.147.392 | 4.923.103 |
| EBITDA | 22.012.498 | 22.158.044 | 28.180.178 | 37.022.930 | 34.902.187 |

| Balance general consolidado IFRS | | | | | |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| M\$ de cada año | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Activos corrientes | 63.415.582 | 62.706.619 | 84.614.036 | 100.466.166 | 114.729.356 |
| Activos no corrientes | 219.094.304 | 242.198.294 | 300.874.666 | 290.597.425 | 293.289.741 |
| Total activos | 282.509.886 | 304.904.913 | 385.488.702 | 391.063.591 | 408.859.948 |
| Pasivos corrientes | 56.022.334 | 74.364.910 | 132.130.710 | 96.974.234 | 109.664.603 |
| Pasivos no corrientes | 109.508.250 | 115.356.065 | 130.411.246 | 162.778.564 | 169.590.723 |
| Pasivos totales | 165.530.584 | 189.720.975 | 262.541.956 | 259.752.798 | 279.255.326 |
| Patrimonio | 116.979.303 | 115.183.938 | 122.946.746 | 131.310.793 | 129.604.622 |
| Total pasivos y patrimonio | 282.509.887 | 304.904.913 | 385.488.702 | 391.063.591 | 408.859.948 |
| Deuda financiera | 126.316.852 | 121.127.469 | 145.491.215 | 178.221.191 | 197.911.887 |

¹ Tendencia año anterior: Estable.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Red Salud S.A. (Red Salud) es una sociedad *holding* constituida en 2008, que mediante sus filiales, participa en actividades de prestaciones propias del área de la salud. A diciembre de 2017, está constituida por una red de 9 clínicas y 31 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

La entidad es controlada por Inversiones La Construcción S.A. (ILC), firma que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Sus filiales más importantes son Megasalud (99,99%), Clínica Tabancura (99,99%), Clínica Avansalud (99,99%), Clínica Bicentenario (99,99%), Clínica Iquique (92,2%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100,00%) y Oncored (100,00%).

Durante el período 2017, **Red Salud** generó ingresos por \$348.758 millones (US\$ 567,3 millones²) y un EBITDA de \$34.902 millones (US\$ 56,8 millones). Al cierre del ejercicio 2017, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$197.912 millones (US\$ 321,9 millones), con un patrimonio total consolidado de \$129.605 millones (US\$ 210,8 millones).

La modificación en la tendencia de la clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Red Salud**, desde “Estable” a “En Observación” responde, principalmente, a la baja en los resultados durante el último año, situación que refleja que la consolidación de las inversiones ha sido más lento que lo presupuestado inicialmente por la administración y, por ende, no ha sido posible alcanzar el endeudamiento relativo esperado.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Red Salud** en “Categoría A” se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla el grupo de empresas que forman el *holding*, tanto de manera individual como agregada. En efecto, la actual estructura operativa permite la entrega de una extensa gama de servicios médicos –desde consultas médicas y dentales hasta intervenciones quirúrgicas de alta complejidad- accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas y ubicación geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva.

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

² Tipo de cambio utilizado \$614,75/US\$ al 31/12/2017.

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

Dentro de los aspectos que se han considerado figura 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 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 Megasalud, Avansalud y Tabancura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación) y el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **Red Salud**, en relación con su nivel de deuda individual, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas de la salud que transan en bolsa.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la importancia relativa de los activos que aún están en proceso de consolidación en términos de ingresos, principalmente la Clínica Tabancura que recientemente terminó la construcción de la operación conjunta de las dos torres. Con todo, el riesgo está mitigado por cuanto las inversiones en las clínicas Avansalud, que inauguró sus ampliadas instalaciones a fines de 2010, a la fecha genera flujos estables y altos márgenes, y Bicentenario ya está aportando ingresos, EBITDA y ocupación, además, se espera que cada año incremente su impacto en el flujo de caja del emisor.

El proceso de clasificación recoge adicionalmente la concentración por deudores, que en la práctica - dada la estructura de seguros de salud en Chile- corresponden a siete entidades, básicamente isapres, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Más allá del estado financiero actual de estas entidades y las regulaciones existentes (respaldo de obligaciones), nada asegura que dicha situación se mantenga en el largo plazo (horizonte de tiempo de los bonos). Pese a esto, a juicio de **Humphreys**, este riesgo, en general, tiene baja probabilidad de manifestarse lo cual no inhibe su manifestación como lo han mostrado hechos recientes.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación, se relaciona con la concentración de los ingresos y el EBITDA por establecimientos médicos. Sin embargo, este riesgo se ve aminorado debido a que Megasalud por sí solo presenta una mayor diversificación, ya que cuenta con una red de 31 centros médicos a lo largo de todo Chile. Además, cabe señalar que la concentración ha disminuido desde 2015 debido a la entrada de las clínicas regionales.

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

Es importante destacar, que la clasificación de riesgo incorpora el hecho que los niveles de deuda de la compañía están asociados, en gran parte, a activos en etapa de ejecución u operativos, pero cuya generación de flujo aún no alcanza su 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 y la clínica Tabancura alcancen todo su potencial. Se espera que cuando Clínicas Bicentenario y Tabancura consoliden una capacidad de generación de flujo, los ratios de endeudamiento relativo a EBITDA se sitúen en valores en torno a las 3 veces.

La mayor certeza de estos flujos, comparados con otro tipo de proyectos, responde a que se trata de inversiones propias del negocio central del emisor³ 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 muestran una clara tendencia al alza.

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.

³ Inversiones orientadas a una demanda que, desde una perspectiva socio-económica y geográfica, ya es atendida por el emisor.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marcas.
- Dividendos recibidos desde su filial Atesa, que apoyan los flujos de la filial Bicentenario.

Riesgos considerados

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

Hechos relevantes

Resultados a diciembre de 2017

Durante 2017, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$348.758 millones, lo que representó un crecimiento de 3,8% respecto a igual período del año anterior. Sin embargo, debido a que en 2017 se modificó la forma de contabilizar los ingresos y costos asociados a los honorarios médicos en el área hospitalaria, estos valores no son comparables. Anteriormente, se contabilizaba la totalidad de los Honorarios Médicos Quirúrgicos (HMQ) como ingresos y en los costos se contabilizaban los honorarios pagados. En la actualidad, se reconocen los ingresos netos, ya descontando el costo de los honorarios médicos pagados, como ingresos por prestaciones de salud hospitalarias. Considerando esta modificación contable, el crecimiento efectivo en los ingresos totales de la compañía fue de 7,6%. Esta alza fue impulsada por una mayor actividad en ambulatoria principalmente en diagnóstico (imagenología y laboratorio) y por un crecimiento en los ingresos hospitalarios, aminorado por la menor actividad debido a la huelga de la clínica Bicentenario y Valparaíso lo que no les permitió continuar con sus actividades normalmente, además, de una menor actividad de las clínicas regionales en general.

En 2017, los costos de explotación alcanzaron los \$267.228 millones, lo que implicó un incremento de 3,6% respecto al cierre de 2016 empujado por un mayor costo de personal de clínica Tabancura y Bicentenario generado por la apertura de la operación conjunta de las dos torres y al reforzamiento de personal del área financiera y recursos humanos, respectivamente.

La ganancia bruta de la compañía creció un 4,6%; de este modo el margen bruto como porcentaje de los ingresos de **Red Salud** pasó de 23,2%, en 2016, a 23,4%, en 2017.

El total de gastos de administración sumó \$63.124 millones durante 2017, lo que significó un aumento de 12,8% respecto al periodo anterior. Esto se debe a un mayor gasto del personal administrativo por la huelga de clínica Valparaíso y Bicentenario, deterioro de cuentas por cobrar (provisión por antigua Isapre Mas Vida), IVA no recuperado y otros gastos de asesoría y servicios básicos.

El resultado operacional de 2017 cerró en \$19.230 millones, lo que representó una disminución de 15,8% respecto de 2016. Finalmente, el resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$4.923 millones, una disminución de 46,2% a lo registrado a fines de 2016, donde alcanzó utilidades por \$9.147 millones.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$34.902 millones, lo que implica una disminución de 5,7% respecto de 2016, esto, como ya se ha hecho mención, debido a una menor actividad en la clínica Bicentenario, Iquique, Valparaíso y Magallanes, gastos no recurrentes que se debieron incurrir por la huelga en Bicentenario y Valparaíso y mayores gastos de personal en Tabancura y Bicentenario. De esta manera, el margen EBITDA de la compañía pasó de 11,3%, en 2016, a 10,2%, en 2017.

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** pasó de \$178.221 millones, en 2016, a \$197.912 millones, en 2017, lo que representa un aumento de 11,0%.

Eventos recientes

En junio de 2017, se colocó un bono de UF 1.200.000 por parte de **Empresas Red Salud** con plazo de cinco años principalmente para financiamiento de pasivos y programas de inversiones del emisor o cualquiera de sus filiales.

Definición categoría de riesgo

Categoría A

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

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los

emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Sólida estrategia de negocios: La empresa basa su estrategia de negocios en una amplia variedad de prestaciones, extendida en todo el territorio nacional, lo que le permite generar sinergias entre los distintos operadores de su red, entregar una atención global y efectuar servicios cruzados entre las diferentes clínicas y centros de atención, manteniendo cautivo al cliente. En conjunto, la red genera más de 11⁴ millones de prestaciones; además, ha presentado un fuerte crecimiento de su capacidad instalada, pasando de tener 385 camas y 906 boxes de consultas médicas en 2008, a 986 camas⁵ y 1.379 boxes de consulta médica, urgencias y dentales a fines de 2017.

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

Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 7,4%⁶ del PIB, lo que es un porcentaje bajo respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 9,3%. 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 2014, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 144,6%⁷.

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

Cabe señalar, que el patrimonio de la sociedad matriz, a diciembre de 2017, asciende a \$811.380 millones. De esta manera, el patrimonio de Red Salud equivale al 16,0% del patrimonio de ILC.

⁴ Considera Intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, consultas de urgencia, consultas dentales, exámenes de laboratorio e imagenología.

⁵ Considera camas instaladas de médico quirúrgico, ginecología y unidad de paciente crítico.

⁶ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2015. Datos a 2012.

⁷ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

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

Posicionamiento de mercado: **Red Salud** se ha posicionado como uno de los principales prestadores de servicios en el área de salud, contando con 9 clínicas, 31 centros de atención ambulatoria. Asimismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado, y con amplia trayectoria (Tabancura, Megasalud y Avansalud). La red representa, aproximadamente, el 14%⁸ de las camas perteneciente a las clínicas privadas del país, además lleva a cabo cerca del 11%⁹ de las consultas médicas realizadas en el país y es líder en el mercado dental.

Importancia relativa del activo fijo: La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de US\$ 294 millones en propiedades, plantas y equipos libres de garantía susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 1,8 veces la deuda financiera libre de garantía. Esta situación dota de flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

Elevado valor de los activos: De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas ligadas al rubro de la salud (clínicas) que transan en bolsa, el valor económico de las filiales de **Red Salud** es 5,6 veces la deuda financiera individual de **Red Salud**.

Factores de riesgo

Nivel de endeudamiento: Las constantes inversiones en ampliación y mantenimiento habían llevado a un elevado nivel de endeudamiento relativo del emisor. En 2017, la relación deuda financiera sobre EBITDA cerró en 5,5 veces, teniendo un aumento con respecto a diciembre de 2016 donde mostraba un valor de 4,7 veces, mientras que en relación al FCLP cerró en 8,6 veces (si se considera el total de activos, sin descontar aquellos en etapa de ejecución).

Es necesario destacar que dos inversiones recientes, Clínica Avansalud, cuyo proceso de ampliación finalizó en 2010, y Bicentenario ya muestran su tendencia favorable en términos de flujos (sin considerar la huelga de 2017 que les producto menores resultados); por su parte el proyecto de la clínica Tabancura recientemente comenzó la operación de las torres conjuntas por lo que se espera ver mejora en los resultados a partir de 2018.

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

⁸ Calculado en base a las camas clínicas privadas reportadas por Clínicas de Chile A.G. en su documento "dimensionamiento del sector privado en Chile: actualización a cifras año 2016".

⁹ 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".

representativo de su valor de largo plazo aún, y solo será conocido una vez que maduren las nuevas inversiones de la compañía, en especial Clínica Bicentenario, tanto por su importancia monetaria como por tener el carácter de proyecto puro (no como las ampliaciones efectuadas a Clínica Avansalud y los avances de Clínica Tabancura, que son clínicas consolidadas, lo que disminuye el riesgo de las inversiones, aunque no asegura su rentabilidad).

Concentración de ingresos por establecimiento médico: La mayor parte de los ingresos está concentrada en Megasalud (29,6%), Clínicas Regionales (20,4%), Clínica Bicentenario (17,0%), Clínica Avansalud (14,1%) y Clínica Tabancura (16,2%). Esta condición podría llevar a una baja importante en los ingresos y generación de caja de **Red Salud** ante un siniestro que pudiera afectar a alguno de los inmuebles, sin perjuicio de reconocer que las existencias de seguros, incluidas pérdidas por paralización, mitigarían las mermas, no así las presiones en la liquidez de la empresa y los efectos comerciales.

Si bien esta situación ha mejorado a partir de 2015 por la consolidación de ACR6, el resto de las clínicas poseen una importante concentración.

Sin embargo, el análisis considera que Megasalud por sí solo presenta una alta diversificación de sus ingresos, ya que cuenta con 31 centros médicos, distribuidos a lo largo de todo Chile, lo que hace poco probable un siniestro que pudiese afectar a la red como un todo.

Concentración de deudores: En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, el 65,3% de los ingresos de **Red Salud** proviene de tres clientes: Fonasa (28,2%) y dos isapres nacionales (Consalud 26,6% y Cruz Blanca 10,5%), 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 éstas 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 hace de suma importancia la flexibilidad financiera con la que cuenten los distintos prestadores para sortear un eventual *shock* negativo. También se reconoce que las isapres son entidades reguladas y dentro de las regulaciones se incluye la necesidad de generar reservas para el pago de sus obligaciones.

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.¹⁰, 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 **Red Salud** se ve atenuado por la posibilidad de trasladar los equipos dentro de la amplia red asistencial). Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y las correspondientes presiones en costos que conlleva lo anterior.

Antecedentes generales

Historia

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

A diciembre de 2017, la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Megasalud S.A., Clínica Bicentenario S.A., Clínica Iquique S.A., Clínica Avansalud S.A., Clínica Tabancura S.A., Oncored S.p.A., Inmobiliaria Clínicas S.p.A., TI Red S.p.A. y Administradora de Clínicas Regionales Seis.

Propiedad y administración de Red Salud S.A.

Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2017, el directorio de la compañía estaba formado por siete miembros, identificados a continuación:

| Nombre | Cargo |
|-----------------------------|----------------|
| Victor Manuel Jarpa Riveros | Presidente |
| Juan Pablo Aylwin Jolfre | Vicepresidente |
| Mario Kuflik Derman | Director |
| Pedro Cubillos Mahana | Director |
| Fernando Solminihac Tampier | Director |

¹⁰ Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2016).

| Nombre | Cargo |
|----------------------|----------|
| Max Correa Rodríguez | Director |
| Claudia Ricci Ricci | Director |

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

| Nombre | Cargo |
|----------------------------------|---|
| Sebastián Reyes Gloffka | Gerente General |
| Rosario Letelier Letelier | Subgerente de Finanzas y Desarrollo |
| Sergio Soto Avendaño | Gerente Contralor Corporativo |
| Alvaro Tacchi Mc Innes | Gerente Negocios en Red |
| Daniel de la Maza Díaz de Valdés | Gerente de Sistemas y Tecnología |
| Claudio Abé Montt | Gerente de Proyecto |
| Juan Pablo Pascual Beas | Director Médico Corporativo |
| Pilar Torres Medina | Gerente de Recursos Humanos Corporativo |
| Enrique Cuadra Court | Gerente Legal |
| Sergio Soto Avendaño | Gerente Contralor Corporativo |
| Katherine Aravena Ramírez | Gerente Proyecto ERP |

Accionistas

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

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

Estructura de la sociedad



Modelo médico

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

Megasalud S.A.

Megasalud fue creada en el año 2000 y es una de las redes ambulatorias, médica y dental más grandes del país. Tiene presencia desde Arica a Punta Arenas con 31 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con cerca de 1.829 profesionales y técnicos tanto del área clínica como de la administración, realizando en 2017, 1,97 millones de consultas médicas a nivel nacional. Así, Megasalud lleva a cabo 8,57 millones de prestaciones¹¹ de salud en el año, 2,9% superior a las realizadas en 2016, en las que se incluye 1,87 millones atenciones dentales, las consultas médicas mencionadas anteriormente, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

Situación financiera

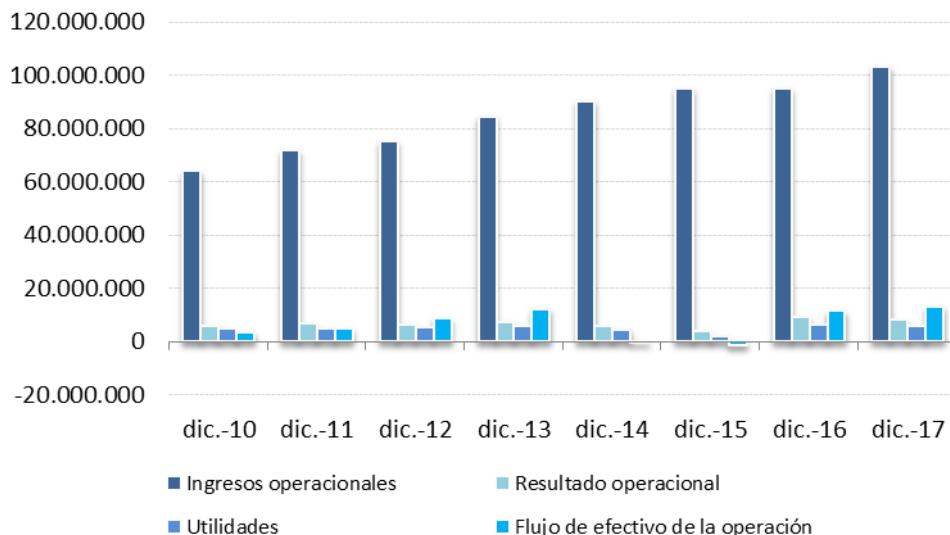
A diciembre de 2017, Megasalud obtuvo ingresos por \$103.175 millones, lo que representa un crecimiento de 8,5% y utilidades por \$5.648 millones, las que disminuyeron un 12,3% respecto a 2016. Mientras que el flujo de efectivo de la operación alcanzó los \$13.069 millones.

El Ebitda de la compañía creció un 0,8%, respecto de 2016, finalizando el periodo en \$12.178 millones. De esta forma, el margen Ebitda disminuyó de 12,7%, en 2016, a 11,8% en 2017.

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

¹¹ Prestaciones: consultas médicas, exámenes de diagnóstico, procedimientos, prestaciones dentales, pabellones de baja complejidad y kinesiológicas.

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



Clínica Tabancura S.A.

Clínica Tabancura 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.

La sociedad ha invertido en una nueva clínica contigua a la actual, que contempla la edificación de un nuevo inmueble de 34.000 m² aproximadamente. Si bien el comienzo de la operación estaba planificado para mediados de 2014, la compañía atravesó por una serie de retrasos que pospusieron la puesta en marcha de la clínica, la que comenzó en agosto de 2017.

Actualmente, la clínica cuenta con un *staff* de más de 1.600 profesionales médicos de todas las especialidades distribuidos en una superficie de 63.219 m². Cuenta con 252 camas instaladas censables, 49 boxes de consultas médicas, 11 salas de procedimientos generales y 17 pabellones, entre otros. Durante 2017, tuvo una ocupación de 64,3%, superior a la de 2016 que alcanzó el 62,7%. La clínica realizó cerca de 659 mil prestaciones, que incluyen intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, exámenes de laboratorio, imagenología y consultas de urgencia.

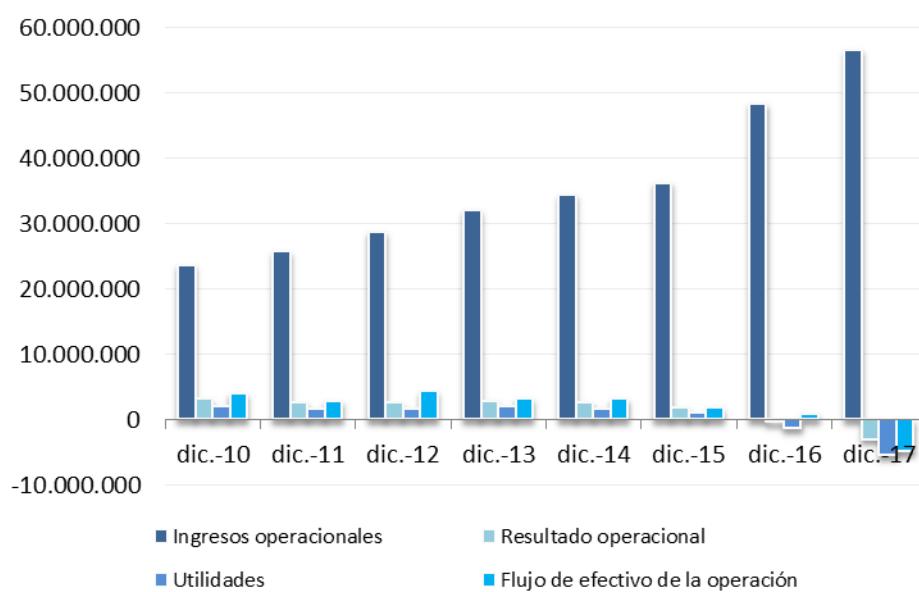
Situación financiera de Clínica Tabancura

A diciembre de 2017, Clínica Tabancura sumó ingresos por \$56.441 millones, lo que significa un crecimiento de 16,9% respecto de 2016. Por su parte, el EBITDA de Tabancura retrocedió en un 42,4%, mientras que el margen EBITDA cayó desde 3,9%, en 2016, a 1,9%, en 2017, dicha caída se

explica principalmente el retraso en la puesta en marcha de la operación conjunta de las dos torres. Junto con esto, cabe señalar que la compañía considera dentro de la misma unidad de negocio a Arauco, centro médico de Clínica Tabancura y la Inmobiliaria Clínica SpA creada para el desarrollo de proyectos clínicos, actualmente posee como único activo la nueva torre de Tabancura.

Tomando en cuenta lo anterior, la utilidad de Clínica Tabancura (Arauco e Inmobiliaria Clínica SpA) retrocedió de \$1.342, en 2016, a perdidas iguales a \$5.471 millones en 2017, mientras que el flujo de la operación cayó de \$891 millones, en 2016, a flujos negativos iguales a \$4.914 millones en 2017, esto ocurre principalmente por un incremento en el pago de empleados por la apertura de la operación conjunta de las torres. En la Ilustración 2 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

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



Inmobiliaria Clínica S.p.A.

Tiene por objeto la compra y venta de bienes raíces y derechos constituidos en ellos, así como la construcción, explotación en inversión de los bienes de **Red Salud**. En esta primera etapa, el único proyecto fue la construcción de la nueva torre de Clínica Tabancura.

Clínica Bicentenario S.A.

Clínica Bicentenario fue inaugurada el primer trimestre de 2011 y es uno de los prestadores de salud de más alta complejidad dentro de las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. El establecimiento ha sido concebido para poder dar atención a pacientes con enfermedades graves que

requieren de equipamiento y profesionales altamente especializados apoyados con unidades de pacientes críticos para adultos, niños y recién nacidos, lo que sumado a los modernos pabellones quirúrgicos, permite dar solución a una amplia gama de enfermedades.

La clínica está ubicada en la comuna de Estación Central y cuenta con un total de 62.240 m² construidos, con una infraestructura de 268 camas instaladas censables, 16 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 61 boxes de consultas médicas de especialidades, 32 salas de procedimientos.

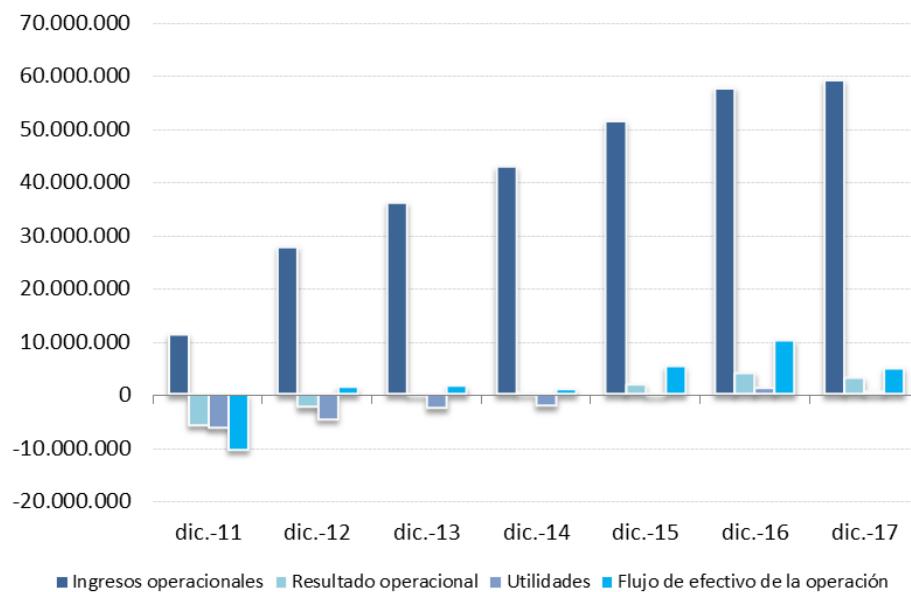
Durante 2017, la clínica tuvo una ocupación igual a 69,2% (67,3% en 2016), realizando más de 1,13 millones de prestaciones, que incluye intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, consultas de urgencia, exámenes de laboratorio e imagenología.

Situación financiera de Clínica Bicentenario

Clínica Bicentenario, a diciembre de 2017, obtuvo ingresos por \$59.275 millones que significó un crecimiento de 2,5% respecto de 2016. A su vez, el EBITDA de la compañía fue de \$4.915 millones, lo que representó una disminución de 27,5%, respecto de 2016, mientras obtuvo una utilidad de \$604 millones, a 2017. Lo anterior, se explica por la huelga de trabajadores en junio de 2017, lo que hizo paralizar prácticamente el total de sus actividades y conllevo a incurrir en costos y gastos no recurrentes por pago de negociaciones a sus trabajadores.

Durante 2014, Atesa S.A. se incorporó como filial de Clínica Bicentenario. Esta empresa de inversiones posee como único activo el 49,99% de Transacciones Electrónicas S.A., la que a su vez tiene tres filiales -Imed S.A., Autentia S.A., y Acepta.com- las que son líderes en el mercado de servicios de plataformas digitales para el sector salud (Imed S.A.) y verificación de identidad mediante huella dactilar digital (Autentia S.A.).

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



Clínica Avansalud S.A.

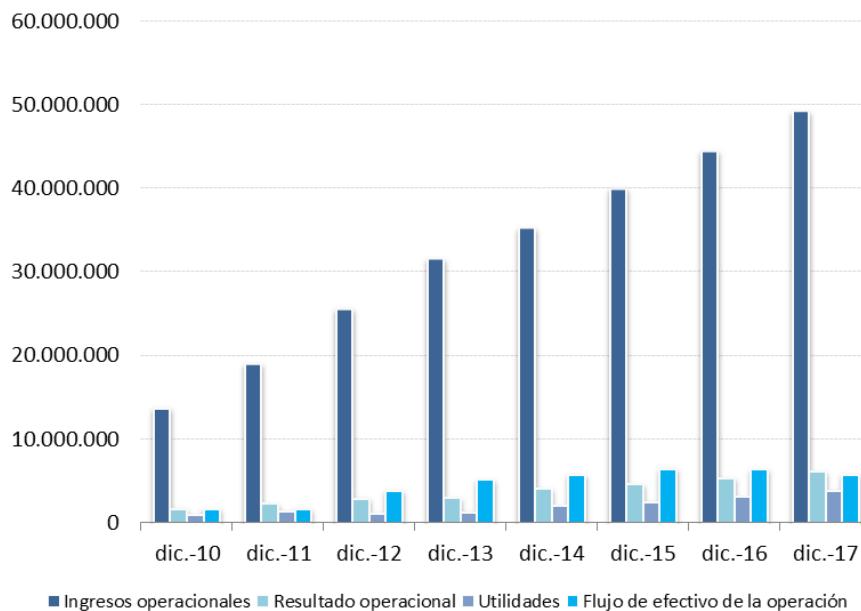
La Clínica Avansalud fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. En 2010, la clínica fue ampliada y remodelada, triplicando su superficie construida. Actualmente, tiene un *staff* de más de 355 médicos especialistas y 380 cirujanos externos, una infraestructura de 30.687 m², 113 camas instaladas censables, 67 boxes de consultas médicas, 32 salas de procedimientos generales y 15 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud.

En los últimos años, la clínica ha tenido un aumento significativo en su actividad, medido por la ocupación de sus camas, pasando de un 48% en 2011; a un 63,7% en 2015 para finalizar 2017 en un 81,3%, sin embargo, es un levemente inferior a lo alcanzado en 2016 donde tenía una ocupación de 82,6%.

Situación financiera de Clínica Avansalud

A diciembre de 2017, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$49.148 millones lo que corresponde a un incremento de 10,6% respecto de 2016, debido a un mayor nivel en la actividad general, acompañado por un aumento de la complejidad. En el mismo periodo alcanzó utilidades por \$3.892 millones, lo que representa un incremento de 23,3%, respecto de 2017. El Ebitda alcanzó un valor igual a \$8.699 millones en 2017, cifra que representa un aumento de un 11,0% con respecto a diciembre de 2016. En la Ilustración 4 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades:

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



Clínica Iquique S.A.

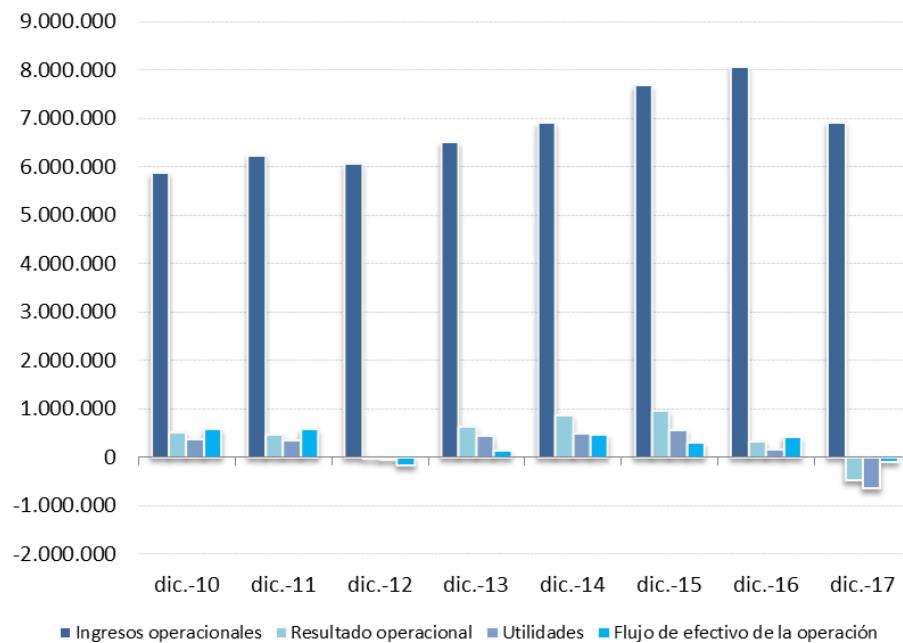
La Clínica Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá, con prestaciones de mediana a alta complejidad, ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 51 camas de hospitalización distribuidas en 4.884 m² construidos. Cuenta con un *staff* de 117 profesionales del área clínica, 10 boxes de consultas médicas, 4 pabellones centrales y gineco-obstétricos.

Durante 2017, la ocupación en esta clínica alcanzó el 47,2% y el número de prestaciones cerró en 364 mil.

Situación financiera de Clínica Iquique

A diciembre de 2017, la Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 6.912 millones, un 14,3% inferior a 2016, y pérdidas por \$652,2 millones, inferior a lo obtenido en 2016 cuando alcanzaba una utilidad de \$163 millones, esto debido principalmente por una menor actividad en regiones. A continuación, se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.

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



Oncored S.p.A.

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

A diciembre de 2016, Oncored tuvo ingresos por \$4.621 millones superior en un 0,7% a lo obtenido en 2016 y utilidades por \$383 millones, inferior en un 25,9% a lo registrado en 2016.

Administradora Clínicas Regionales Seis

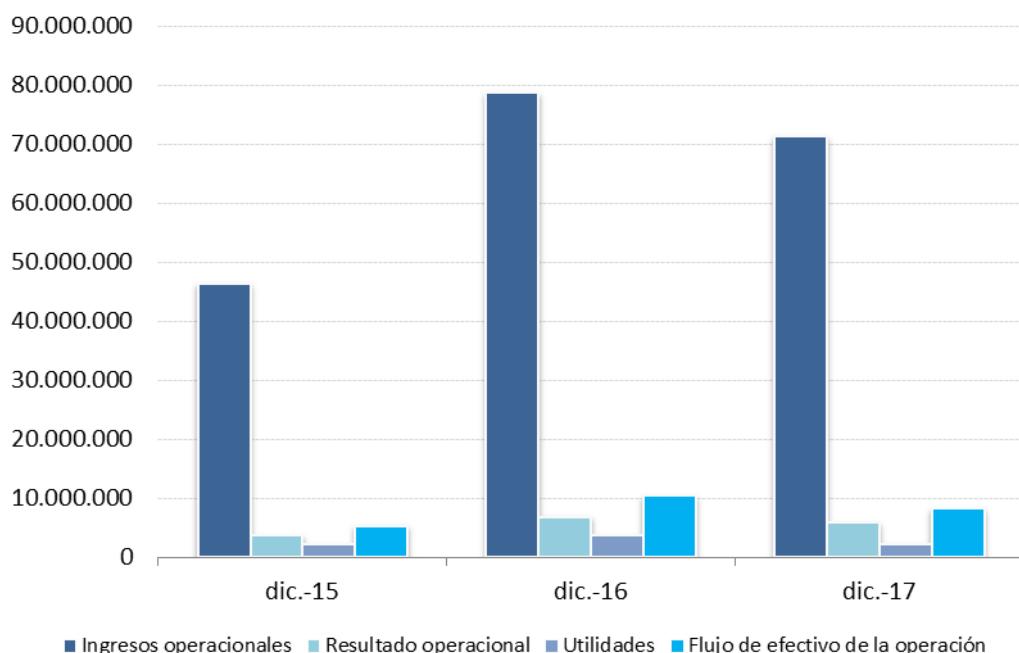
Es una sociedad por acciones resultante de la división de la Sociedad Administradora Clínicas Regionales Dos, llevada a cabo en 2014. Tiene como finalidad la inversión en clínicas y la prestación de servicios. Esta sociedad consolida a Clínica Elqui (La Serena), Clínica Valparaíso (Valparaíso), Clínica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

Situación financiera de Administradora Clínicas Regionales Seis

Este grupo de clínicas tuvo un nivel de ingresos, durante 2017, iguales a \$71.288 millones inferior en un 9,4% respecto de 2016, con un EBITDA de \$8.817 millones disminuyendo en un 8,8% desde el mismo periodo del año anterior.

El margen EBITDA de la sociedad pasó de 12,3%, en 2016, a 12,4% en 2017. Por su parte, la utilidad de la compañía fue de \$2.212 millones, inferior en un 39,1% con respecto al año anterior.

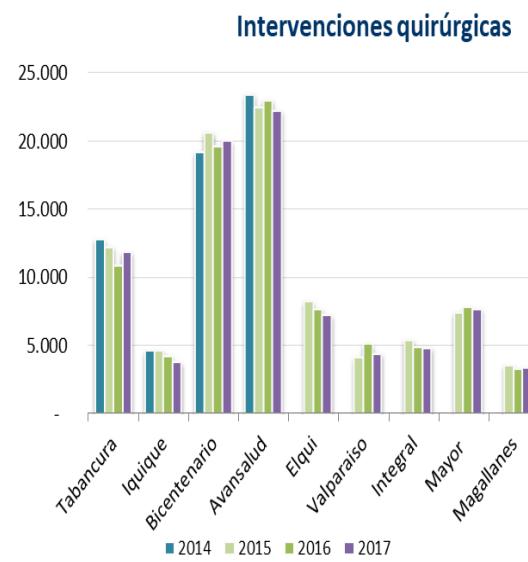
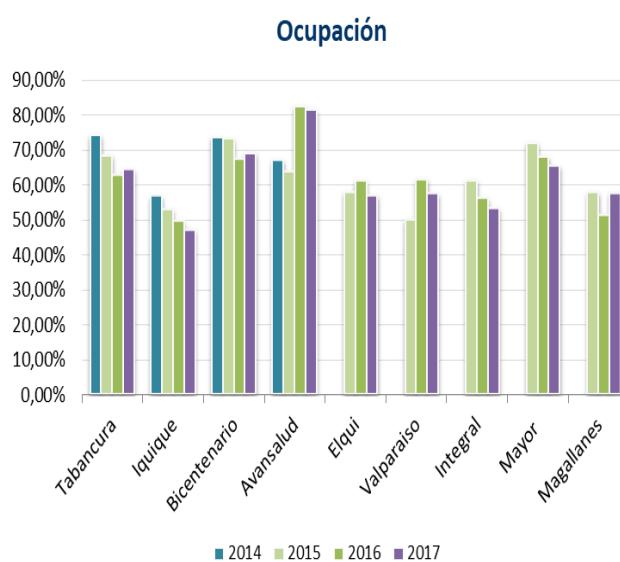
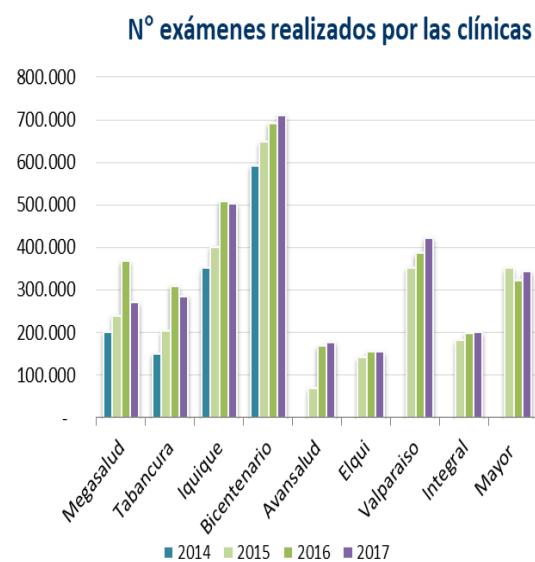
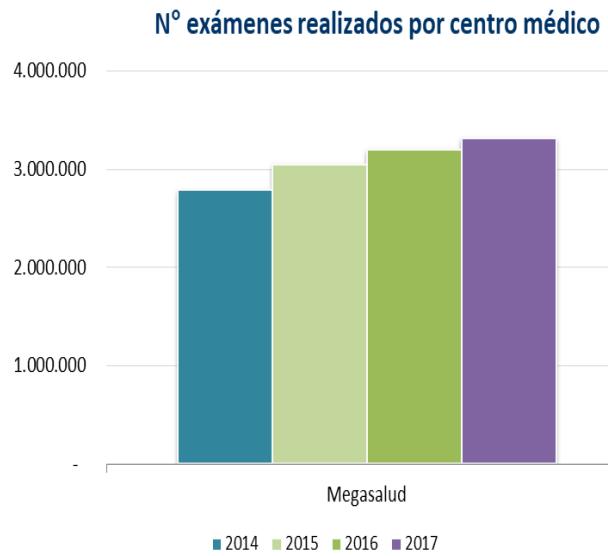
Ilustración 6
Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación
(En \$M. Entre mayo y diciembre de 2015 y 2016 y 2017)



Hospital Clínico de Viña del Mar

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

Ilustración 7
Resumen del nivel de actividad por centro médico y clínicas
(2014-2017)



Análisis financiero



Evolución de los ingresos y EBITDA

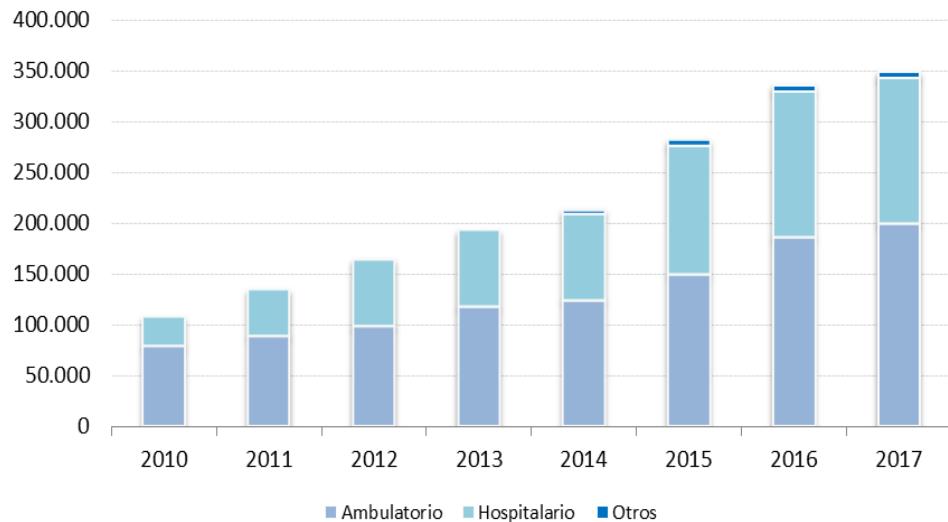
A diciembre de 2017, los ingresos consolidados de Red Salud alcanzaron los \$348.758 millones, lo que significó un aumento del 3,8% respecto a 2016. Sin embargo, en 2017, se modificó la forma de contabilizar los ingresos y costos por honorarios médicos. Anteriormente, se contabilizaba la totalidad de los Honorarios Médicos Quirúrgicos como ingresos y en los costos se contabilizaban los honorarios pagados. En la actualidad, se reconocen los ingresos netos, ya descontando el costo de los honorarios médicos. Considerando esta modificación, el crecimiento efectivo en los ingresos totales de la compañía fue de 7,6%.

Por un lado, el área ambulatoria -compuesto por Megasalud, Arauco Salud y por las operaciones ambulatorias de los centros médicos de las clínicas que controla Red Salud- reportó ingresos por \$199.167 millones, un 7,0% superior a lo obtenido en 2016, principalmente por una mayor actividad de diagnóstico (imagenología y laboratorio), contrarrestada, en parte, por una baja en la actividad dental. Por otra parte, el segmento hospitalario -compuesto por Clínica Bicentenario, Tabancura, Avansalud, Administradora de Clínicas Regionales Seis y Clínica Iquique- reportó ingresos por \$143.263 millones, un 0,02% menor a lo reportado en 2016. Sin embargo, si se considera el cambio en la contabilización de los honorarios médicos, se observa un crecimiento de los ingresos de 8,9% con respecto al año anterior.

Por su parte, el EBITDA de la compañía disminuyó en 5,7% en 2017 respecto del ejercicio anterior. Esta disminución radicó, principalmente, en la baja de los Ebitda de Clínica Tabancura en un 42,4%, Clínica Iquique en un 111,5%, Bicentenario en un 27,5% y, Clínicas regionales en un 8,8%. Sin embargo tanto Clínica Avansalud como Megasalud mostraron crecimiento en la generación de EBITDA durante 2017, en 11,0% y 0,8%, respectivamente.

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

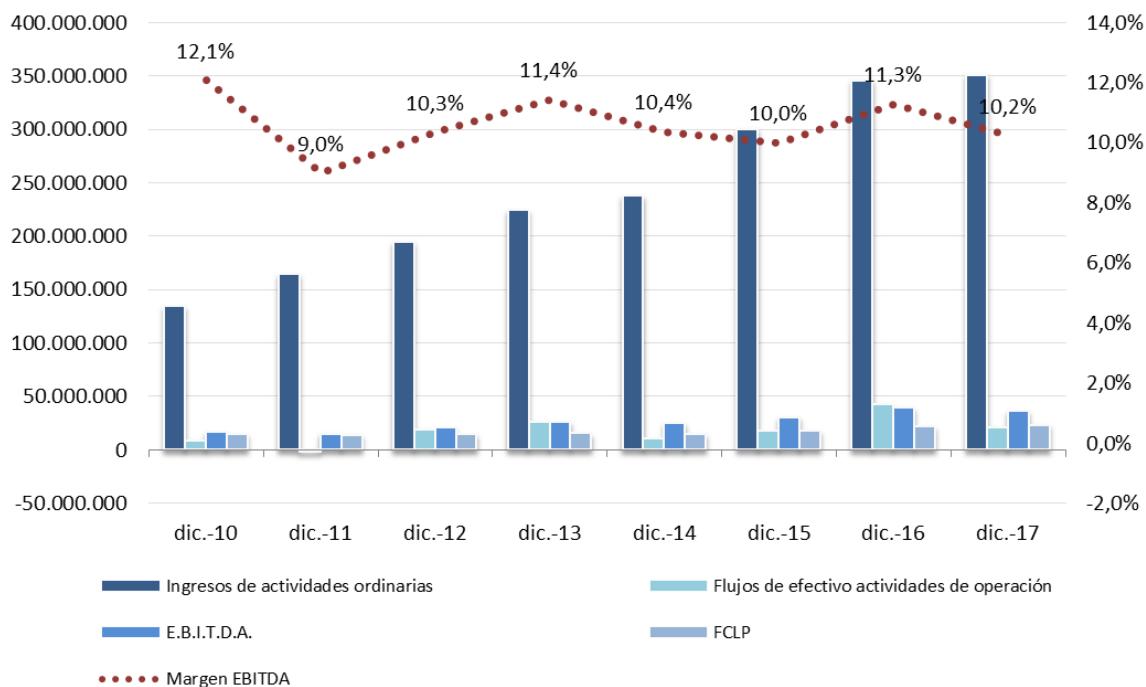
Ilustración 8
Ingresos según segmento
(\$M. 2010-2017)



El margen EBITDA consolidado de **Red Salud** en 2017 fue de 10,2%, levemente inferior a lo obtenido en 2016 cuando alcanzó un 11,3%.

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

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

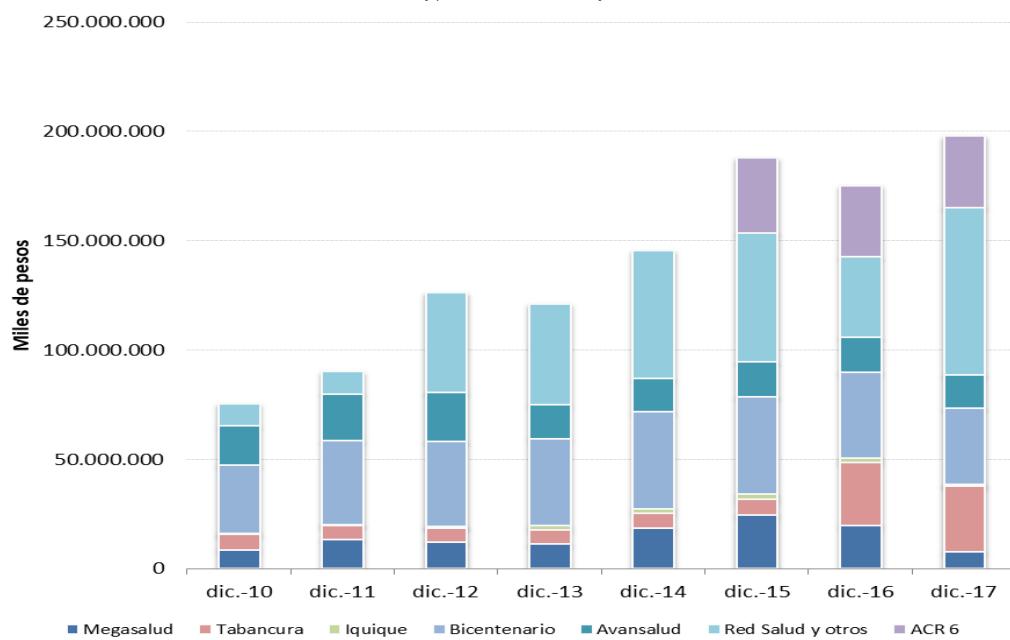


Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** aumentó un 12,9% durante 2017, alcanzando \$197.912 millones (\$178.221 millones en 2016). Esto obedeció, principalmente, aumento en la deuda de corto plazo asociada a financiamiento de construcción y capital de trabajo y a aumento de la deuda de largo plazo por la colocación del bono de la compañía. El 42,5% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 27,1% a arrendamientos financieros, el 30,4% a deuda por emisión de bonos.

La deuda financiera consolidada de la empresa a diciembre de 2017 se reparte en un 17,6% a Clínica Bicentenario, un 16,5% a Asociación de Clínicas Regionales Seis, un 15,0% a Clínica Tabancura, 7,6% a Avansalud, 3,9% a Megasalud, 0,6% a Clínica Iquique y 38,8% a la matriz, tal como se muestra en Ilustración 10.

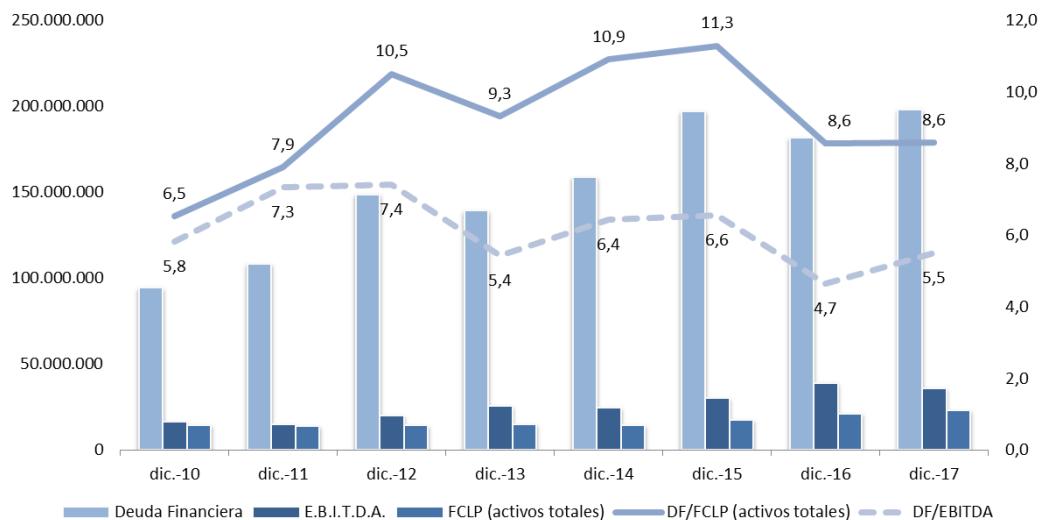
Ilustración 10
Evolución de la deuda financiera
(\$M. 2010-2017)



Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA aumentó desde 4,7 veces, en 2016, a 5,5 veces, en 2017. Por su parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP¹²) se mantuvo con respecto a 2016 en 8,6 veces.

¹² 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.

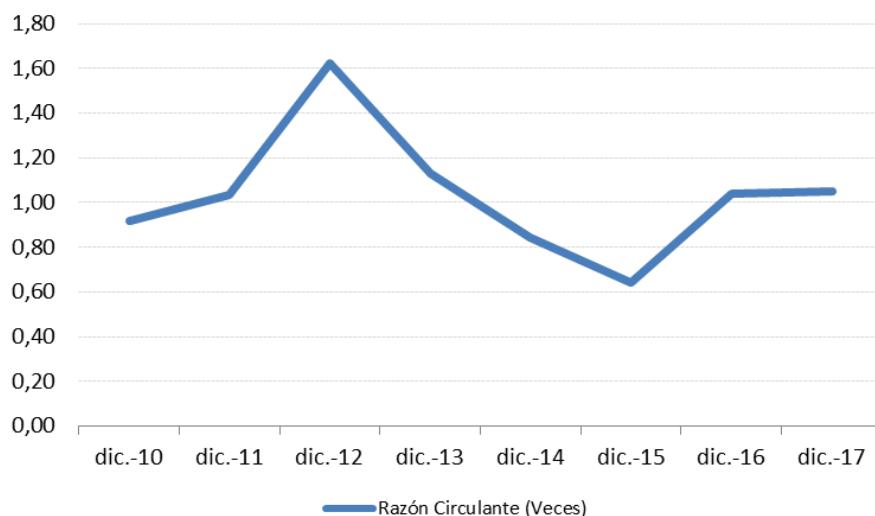
Ilustración 11
Evolución del endeudamiento financiero relativo
(\$M. 2010-2017)



La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) aumentó a 1,05 veces en 2017, levemente superior que en 2016 donde alcanzaba las 1,04 veces. En la

Ilustración 12 se muestra la evolución de la liquidez:

Ilustración 12
Evolución razón circulante
(Veces)

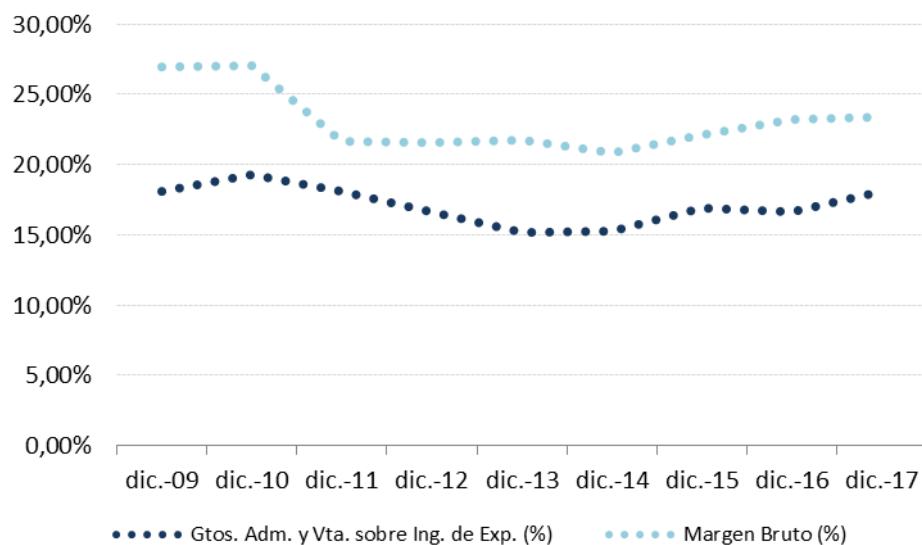


Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración sobre ingresos, ha mostrado una clara tendencia al alza desde diciembre de 2013, con un ratio igual a 15,13% y a diciembre de 2017, con un ratio igual a 18,1%.

El margen bruto aumentó entre 2014 y 2017, pasando de 20,81% a 23,38%.

Ilustración 13
Evolución niveles de eficiencia
(%. 2009-2017)



Por otro lado, **Red Salud** experimentó disminuciones en el último año en las rentabilidades operacional¹³, sobre el patrimonio¹⁴, y el activo¹⁵. En el primer caso, pasó de 6,43%, en 2016, a 5,16% a diciembre de 2017, mientras que la rentabilidad sobre patrimonio pasó de 7,17% a 3,75% en el mismo periodo. La rentabilidad sobre los activos por su parte, bajo desde 2,35% a 1,22% a diciembre de 2017.

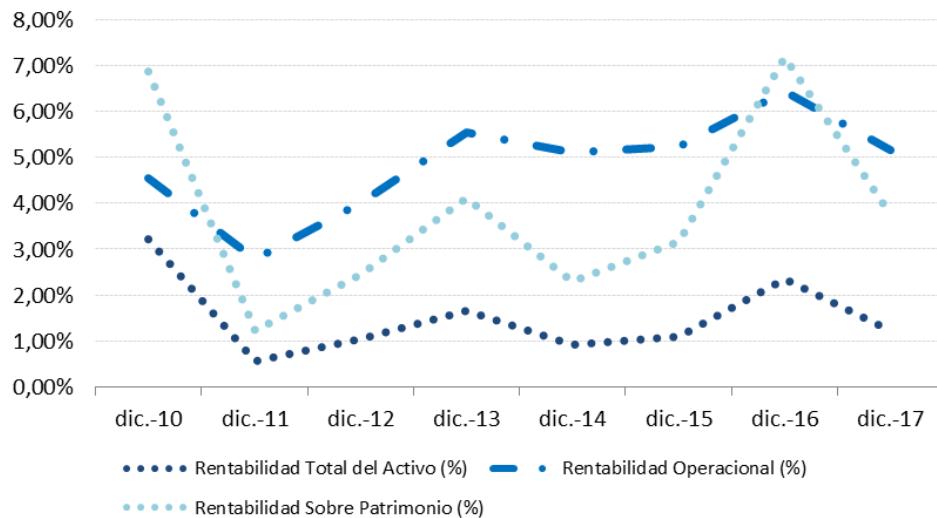
En la Ilustración 14, se muestra la evolución de la rentabilidad y eficiencia:

¹³ Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

¹⁴ Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

¹⁵ Rentabilidad del activo: Utilidad neta sobre activos totales menos activos en ejecución.

Ilustración 14
Evolución rentabilidades
(%. 2010-2017)



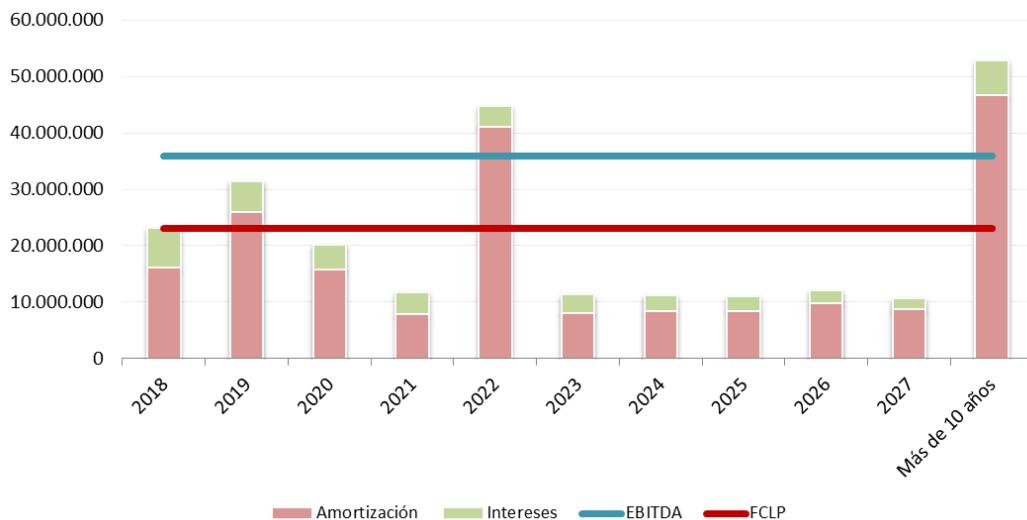
Perfil de pago de la deuda y generación de flujos¹⁶

De acuerdo con las proyecciones de la clasificadora –que son más conservadoras que las esperadas por el emisor y que algunos estándares de la industria– el flujo de caja de largo plazo (FCLP) de **Red Salud** es adecuado para responder a sus obligaciones financieras en 2018. Sin embargo, la holgura se ve disminuida en 2019 y, principalmente en 2022 por vencimientos más elevados que, a juicio de la clasificadora, la calidad como sujeto de crédito del emisor facilitaría el refinanciamiento de estos, sobre todo que se trataría de refinaciamientos parciales y, además, que es esperable que a futuro la empresa incremente su generación de flujos, tanto por un mayor ingreso como por un aumento en los márgenes de operación.

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

¹⁶ Las proyecciones son de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y no necesariamente son compartidas por el emisor.

Ilustración 15
Evolución perfil de vencimientos
(M\$)



Características de las líneas de bonos

| Covenants líneas de bonos (Línea 698-Serie C) | | | |
|--|--|------------|------------|
| | Límite | 01/12/2016 | 01/12/2017 |
| Deuda financiera/Patrimonio total | No superior a 2 veces | 1,36 veces | 1,53 veces |
| EBITDA/gastos financieros netos | Entre 31/03/2015 hasta 31/12/2015 superior a 2,5 veces Desde el 31/03/2016 superior a 3,0 veces | 4,10 veces | 3,97 veces |
| Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías | Superior a 1,3 veces | 4,83 veces | 3,2 veces |

| Covenants líneas de bonos (Línea 860-Serie E) | | | |
|--|-----------------------|------------|------------|
| | Límite | 01/12/2016 | 01/12/2017 |
| Deuda financiera neta/Patrimonio total | No superior a 2 veces | - | 1,46 veces |
| Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías | Superior a 1,3 veces | - | 3,2 veces |

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