



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista
Elisa Villalobos H.
Tel. (56) 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Empresas Red Salud S.A.

Abril 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
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 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos a 10 años Serie A (BREDS-A)	Nº 697 de 21.12.2011 Primera emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie C (BREDS-C)	Nº 698 de 21.12.2011 Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos totales	134.476.806	163.810.635	192.425.985	213.002.448	281.388.517
Costo de ventas	-105.363.366	-128.485.644	-150.597.476	-168.689.305	-220.178.687
Margen bruto	29.113.440	35.324.991	41.828.509	44.313.143	61.209.830
Gastos de administración	-24.355.500	-27.174.951	-29.119.730	-32.342.545	-46.501.712
Otras ganancias (pérdidas)	933.399	1.034.576	496.136	567.868	949.212
Resultado operacional	5.691.339	9.184.616	13.204.915	12.538.466	15.657.330
Costos financieros	-3.630.457	-7.044.496	-7.024.114	-7.503.882	-9.691.409
Utilidad del ejercicio	1.341.814	2.824.486	4.769.615	2.689.528	3.811.401
EBITDA	12.131.375	16.950.616	22.012.498	22.158.044	28.180.178

Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015
Activos corrientes	47.176.749	77.300.283	63.415.582	62.706.619	84.614.036
Activos no corrientes	199.650.167	212.956.243	219.094.304	242.198.294	300.874.666
Total activos	246.826.916	290.256.526	282.509.886	304.904.913	385.488.702
Pasivos corrientes	45.733.201	47.666.735	56.022.334	74.364.910	132.130.710
Pasivos no corrientes	87.249.711	126.888.638	109.508.250	115.356.065	130.411.246
Pasivos totales	132.982.912	174.555.373	165.530.584	189.720.975	262.541.956
Patrimonio	113.844.004	115.701.153	116.979.303	115.183.938	122.946.746
Total pasivos y patrimonio	246.826.916	290.256.526	282.509.887	304.904.913	385.488.702
Deuda financiera	90.083.176	126.316.852	121.127.469	145.491.215	187.838.574

¹ Tendencia 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 2015, está constituida por una red de 10 clínicas y de 32 centros de atención médica que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

Durante 2015, Red Salud adquirió el 100% de Administradora de Clínicas Regionales Seis S.p.A. (ACR6) y sus subsidiarias, que incluye; Clínica Elqui (La Serena), Clínica Valparaíso (Valparaíso), Clínica Integral (Rancagua), Hospital Clínico Universidad Mayor (Temuco) y Clínica Magallanes (Punta Arenas).

La entidad es controlada por Sociedad de Inversiones y Servicios 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 (52,15%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100,00%) Inmobiliaria Clínica (99,99%) y Oncored (100,00%).

Durante el período 2015, **Red Salud** generó ingresos por \$281.389 millones (US\$ 396,2 millones²) y un EBITDA de \$27.231 millones (US\$ 38,3 millones). Al cierre del ejercicio 2015, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$187.839 millones (US\$ 264,5 millones), con un patrimonio total consolidado de \$122.947 millones (US\$ 173,1 millones).

Red Salud, en 2014 y 2015, enfrentó el retraso de la puesta en marcha de la ampliación de Clínica Tabancura, así como el rezago en la rentabilización de las operaciones de Clínica Bicentenario, junto con los deteriorados resultados de Megasalud. Por ello, en 2015 la compañía propuso a los tenedores de bonos la modificación de uno de sus resguardos financieros³, además, de un importante reordenamiento a nivel de los principales ejecutivos de la compañía. Cabe señalar que, según los datos enviados por la emisora, los cambios realizados a la gestión estarían evidenciando una relevante mejora en márgenes.

La situación antes descrita, en lo referente al atraso de las obras y maduración de nuevos centros, siempre fue identificada por **Humphreys** como uno de los riesgos del emisor, en particular dada la envergadura de su plan de inversión. Dentro de este contexto, en opinión de esta clasificadora, si bien se mantienen parte importante de los aspectos estructurales que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos de **Red Salud**, lo cierto es que al rezago de los flujos esperados de los activos en proceso de consolidación (como es el caso de Clínica Bicentenario y la ampliación de Clínica Tabancura), se ha sumado la disminución de los flujos de inversiones ya consolidadas, como es el caso de Megasalud.

² Tipo de cambio utilizado \$710,16/US\$ al 31/12/2015.

³ Este corresponde al *covenant* de cobertura de gastos financieros –medido como el cociente entre EBITDA y gastos financieros netos– cuyo límite debe ser superior a 3,0 veces, pero que transitoriamente se redujo a 2,5 veces hasta el 31/12/2015, para, posteriormente, retomar el valor de 3 veces a contar del 31/03/2016.

Esta última filial ha sido una de las más relevantes del grupo en términos de ingresos, EBITDA y dividendos entregados a la matriz. Sin embargo, se ha observado un detrimento en estos flujos, producto de mayores costos, sin el correspondiente aumento en la actividad, junto con mayores requerimientos de financiamiento para la dotación de equipos para esta filial. Además, la consolidación de Clínicas Regionales Seis (ACR6) ha provocado un incremento de la deuda financiera del emisor.

Dada esta conjunción de hechos, se ha observado, por un lado, un persistente y elevado nivel de endeudamiento financiero relativo al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴, mientras que por otro lado, se vislumbran menores holguras para el perfil de vencimiento de la deuda (sin considerar la amortización del bono serie A en 2016 que, necesariamente, se deben refinanciar). De este modo, si en el proceso de clasificación pasado el máximo pago anual ocurría en 2017, igual a \$ 6.905 millones, permitía disminuciones de alrededor de un 50% en el FCLP (de 2014) para poder hacer frente a este vencimiento. Sin embargo, en el perfil de vencimientos actual el máximo pago anual también ocurre en 2017, pero se incrementa a \$11.700 millones, de este modo el FCLP (de 2015⁵) puede disminuir un 36,0%.

Con todo lo anterior, la tendencia de la categoría de riesgo cambia desde “Estable” a “En Observación”, con el objeto de monitorear, tras los cambios de gestión realizados por la compañía, si estos logran generar un incremento en los flujos que permita disminuir los indicadores de endeudamiento relativo. Según las proyecciones para 2016, la compañía debería llegar a ratios de endeudamiento relativo al EBITDA menores a las 5,0 veces y márgenes EBITDA para Clínica Bicentenario y Megasalud superiores al 10%. En caso que no se cumplan estas proyecciones, la clasificación podría verse revisada a la baja.

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 a intervenciones quirúrgicas de alta complejidad- accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas y ubicación geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva.

La clasificación de riesgo se ve reforzada, además, por el hecho de que la sociedad se desenvuelve en un sector con auspiciosa expectativa 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.

⁴ 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.

⁵ El cálculo de FCLP incorpora la generación de EBITDA de 12 meses de ACR6.

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 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 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 y las fortalezas propias de Megasalud, Avansalud y Tabancura (por ejemplo, ubicación y nivel de ocupación). La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, 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 están en procesos de consolidación en términos de ingresos. Con todo el riesgo está mitigado por cuanto las inversiones en las clínicas Avansalud, que inauguró sus ampliadas instalaciones a fines de 2010, y Bicentenario ya están aportando ingresos y, además, se espera que la segunda de ellas cada año incremente su impacto en el flujo de caja del emisor.

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

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación se relaciona con la concentración de los ingresos y del EBITDA por establecimientos médicos. También se debe considerar la rápida obsolescencia de los equipamientos, lo cual 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 que 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 alcanzan su consolidación. Dado lo anterior, la situación actual de **Red**

Salud subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo la cual debiera incrementarse sustancialmente en los años venideros, una vez que la clínica Bicentenario alcance todo su potencial, así como cuando se ponga término a la extensión y remodelación de la clínica Tabancura.

La mayor certeza de estos flujos, comparados con otro tipo de proyectos, responde a que se trata de inversiones propias del negocio central del emisor⁶ y que, tanto en el caso de Tabancura, representan incrementos de la capacidad operativa de instalaciones ya existentes. Por lo demás, los resultados financieros de las clínicas Bicentenario y Avansalud 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.

Para la mantención de la clasificación se requiere que las recientes inversiones se enmarquen dentro de los parámetros asumidos por la clasificadora, sin perjuicio de entender que lo más probable es que existan desviaciones razonables respecto a lo inicialmente presupuestado. Con todo, se espera que los ratios de endeudamiento relativo a EBITDA sean menor a las 5,0 veces y los márgenes EBITDA para Clínica Bicentenario y Megasalud superiores al 10%. Como ya se mencionó, de no alcanzar estos indicadores, la clasificación podría verse revisada a la baja.

⁶ 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 elevada sinergia entre sus distintas áreas operativas y amplia cobertura nacional.
- Elevada fortaleza de la demanda actual y potencial.

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marcas.
- 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 2015

Durante 2015, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$281.389 millones, lo que representó un crecimiento de 32,1% respecto a igual período del año anterior. Este crecimiento incorpora los ingresos provenientes de la consolidación de ACR6 en **Red Salud**, efecto que no estaba presente en 2014. Aislando los efectos de esta consolidación, entre 2014 y 2015 los ingresos de **Red Salud** hubiesen crecido un 10,3%, pasando de \$213.002 millones, en 2014, a \$235.026 millones, en 2015.

En 2015, los costos de explotación, incorporando la consolidación de ACR6, alcanzaron \$220.179 millones, implicando un incremento de 30,5% respecto al cierre de 2014. Lo anterior se explica tanto por la consolidación de ACR6, como por el aumento de los honorarios médicos, sueldos de personal operativo y costos de materiales clínicos. Sin considerar la incorporación de ACR6, los costos de explotación de **Red Salud**, hubiesen experimentado crecimientos iguales a 9,8%, pasando de \$168.689 millones, en 2014, a \$185.147 millones, en 2015.

De esta forma, dada la actual estructura de la compañía que consolidó a ACR6, la ganancia bruta de la compañía creció un 38,1%; de este modo el margen bruto como porcentaje de los ingresos de **Red Salud** pasó de 20,8%, en 2014, a 21,8%, en 2015. Aislado la incorporación de ACR6, el crecimiento de la ganancia bruta hubiese sido de 12,6%, mientras que el margen bruto como porcentaje de los ingresos hubiese cerrado, durante 2015, en 21,2%.

El total de gastos de administración sumó \$46.502 millones durante 2015, lo que significó un aumento de 43,8% respecto al periodo anterior. Esto se explica principalmente por la consolidación de ACR6, como por el aumento del gasto de personal administrativo y mantenciones realizados. Sin la incorporación de ACR6, este ítem hubiese crecido un 20,3%, pasando de \$32.343 millones, en 2014, a \$38.909 millones, en 2015.

Finalmente, el resultado operacional de 2015 cerró en \$15.657 millones, lo que representa un incremento de 24,9% respecto de 2014. Sin embargo, si se aíslan los efectos de la consolidación de ACR6, el resultado operacional de **Red Salud** habría caído un 8,0%, respecto de 2014. Bajo este escenario, el margen operacional, como porcentaje de los ingresos, cayó desde un 5,9%, en 2014, a 4,9%, en 2015.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$28.180 millones, lo que implica un crecimiento de 27,2% respecto de 2014; así, el margen EBITDA de la compañía pasó de 10,4%, en 2014, a 10,0%, en 2015. Sin considerar la consolidación de ACR6, el EBITDA de **Red Salud** hubiese sido de \$21.103 millones, un 4,8% inferior al registrado durante 2014 (igual a \$22.158 millones), mientras que el margen EBITDA de 2015 hubiese sido igual a 9,0%.

La deuda financiera consolidada de Red Salud pasó de \$145.491 millones, en 2014, a \$187.839 millones, en 2015. Lo anterior se explica por la incorporación de ACR6, cuyas obligaciones financieras alcanzan los \$34.537 millones, monto que explica el 81,6% del incremento de la deuda financiera consolidada de Red Salud a 2015. Mientras que el incremento de las obligaciones financieras de Megasalud, en cerca de \$6.069 millones, explican el 14,3% del aumento de las obligaciones financieras de **Red Salud** en 2015.

Eventos recientes

El 30 de abril de 2015, Red Salud dio por terminada la sociedad que mantenía con Inmobiliaria Clínicas Regionales S.A. en Administradora de Clínicas Regionales Dos S.A. sociedad a través de la cual administraba y operaba una red de trece clínicas en distintas regiones de Chile. Complementariamente, se acordó dividir la sociedad Administradora de Clínicas Regionales Dos en tres sociedades: una continuadora legal que conserva el nombre y la persona jurídica de la sociedad y) otras dos sociedades por acciones que se formaron a consecuencia de la división bajo el nombre de "Administradora de Clínicas Regionales Cinco SpA y Administradora de Clínicas Regionales Seis S.p.A.

A Red Salud le correspondió la participación total en: Clínica Elqui (La Serena), Clínica Valparaíso (Valparaíso), Clínica Integral (Rancagua), Hospital Clínico Universidad Mayor (Temuco) y Clínica

Magallanes (Punta Arenas). Estas participaciones se comenzaron a consolidar en los Estados Financieros de Red Salud en el segundo trimestre de 2015.

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 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, permitiéndole 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 9,7 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 955 camas y 1.303 boxes de consulta médicas a fines de 2015.

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile está tendiendo a envejecer y 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 7,3%⁷ 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

⁷ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2014. Datos a 2012.

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%⁸.

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, 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 2015, asciende a \$785.819 millones (US\$ 1.107 millones), de esta manera el patrimonio de Red Salud equivale al 15,6% del patrimonio de ILC.

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 17 clínicas, 32 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 19% de las camas perteneciente a las clínicas privadas del país, además lleva a cabo cerca del 7% de de las consultas médicas realizadas en el país.

Importancia relativa del activo fijo: La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de US\$ 221 millones propiedades, plantas y equipos libres de garantía susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 1,9 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 superior a tres veces la deuda financiera individual de **Red Salud**.

⁸ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

Factores de riesgo

Elevado nivel de endeudamiento: Las constantes inversiones en ampliación y mantenimiento han llevado a un elevado nivel de endeudamiento relativo del emisor. La relación deuda financiera sobre EBITDA cerró en 6,6 veces a diciembre de 2015, mientras que en relación al FCLP cerró en 13,0 veces (si se considera el total de activos, sin descontar aquellos en etapa de ejecución, esta relación es de 11,3 veces). Cabe señalar que estas cifras sólo consolidan ocho meses de operación de ACR6, puesto que este grupo de clínicas fue incorporado al grupo en mayo de 2015. De esta forma, si se considera el EBITDA anual generado por ACR6 en 2015, la relación deuda financiera sobre EBITDA debería ser de 6,1 veces, mientras que la deuda financiera en relación al FCLP debería ser de 11,8 veces (de 10,3 veces si se considera el total de activos, sin descontar aquellos en etapa de ejecución)

Con todo, de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, este *ratio* debiera disminuir fuerte y persistentemente en los próximos años. De hecho, este *ratio* fue de 7,9 veces en 2012 y de 8,0 veces en 2011. Cabe 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; por su parte el proyecto de la clínica Tabancura consiste en la ampliación de un centro operativo con larga data de funcionamiento.

Consolidación de las inversiones: Si bien el endeudamiento de la compañía es consistente con los niveles de inversión realizados, su valor relativo actual respecto a la generación de caja no es representativo de su valor de largo plazo aún, y solo será conocido una vez que maduren 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: La mayor parte de los ingresos están concentrados en Megasalud (33,7%), Clínica Bicentenario (18,4%), Clínica Avansalud (14,2%) y Clínica Tabancura (12,9%), condición que 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 la existencias de seguros, incluidos pérdida por paralización, mitigarían las pérdidas, no así las presiones a la liquidez de la empresa y los efectos comerciales. Otra atenuante, es que la red de Megasalud presenta 32 centros, distribuidos a lo largo de 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 73,8% de los ingresos de **Red Salud** provienen de tres clientes: Fonasa (26,0%) y de dos isapres nacionales (Consalud 32,1% y Cruz Blanca 9,8%), 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.

Falta de historia: La empresa como tal se constituyó en 2008, con el fin de agrupar a todas las compañías prestadoras de salud de la Cámara Chilena de la Construcción. Por lo mismo, existe poco conocimiento de su desempeño como red de salud, pese a que muchas de sus empresas filiales presentan una mayor trayectoria y son ampliamente conocidas. Por lo demás, los recientes niveles de inversión y los esperados a futuro, implican que la información financiera actual no representa la generación de caja futura de la compañía.

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.⁹, 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 periodo, 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 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.

⁹Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2014).

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 2015, 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., Inmobiliaria Clínica S.A., Oncored 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 2015, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Juan Enrique Etchegaray Aubry	Presidente
Victor Jarpa Riveros	Vicepresidente
Andrés Sanfuentes Vergara	Director
Carlos Orfali Bejer	Director
Lorenzo Constans Gorri	Director
Enrique Loeser Bravo	Director
Gustavo Vicuña Molina	Director

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

Nombre	Cargo
Sebastián Reyes Gloffka	Gerente General
Matías Moral Mesa	Gerente de Administración y Finanzas
Jorge Antonio Martínez Alfaro	Gerente de Administración
Juan Pablo Undurraga Costa	Gerente de Desarrollo y Control de Gestión
Juan Pablo Pascual Beas	Gerente de Estrategia Comercial
Leonidas Rosas Torrealba	Gerente de Negocios en RED y TI
Sergio Soto Avendaño	Gerente Contralor Corporativo

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 32 centros médicos y dentales. Esta red cuenta con cerca de 2.500 profesionales y técnicos, realizando en 2015 1,97 millones de consultas médicas a nivel nacional, un 2,0% superior a las realizadas en 2014. Así, Megasalud lleva a cabo 7,9 millones de prestaciones¹⁰ de salud en el año en las que se incluye 1,7 millones atenciones dentales, las consultas médicas mencionadas anteriormente, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y exámenes de laboratorio.

Situación financiera

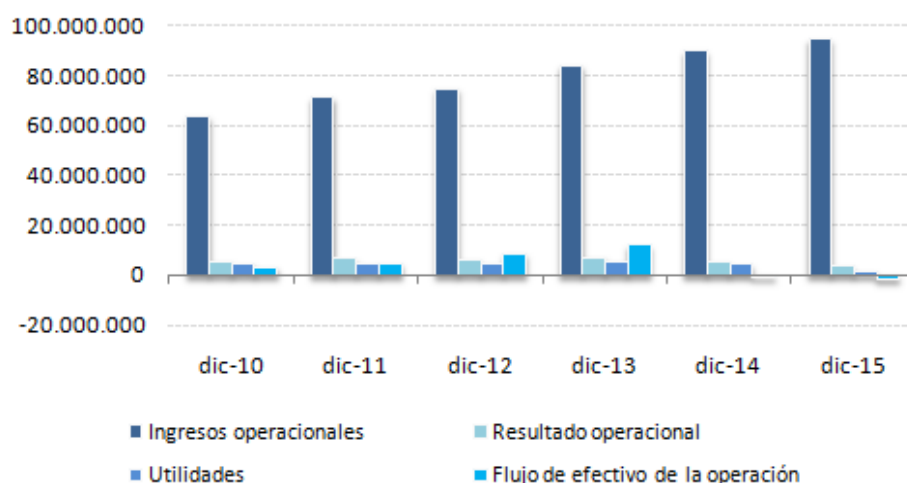
A diciembre de 2015 Megasalud obtuvo ingresos por \$94.946 millones, lo que representa un crecimiento de 5,2% y utilidades por \$1.852 millones, las que disminuyeron un 59,1% respecto a 2014. Mientras que el flujo de efectivo de la operación terminó por segundo periodo en terreno negativo con \$1.465 millones.

Si bien experimentó un crecimiento en los ingresos, la compañía tuvo una presión mayor en los costos y gastos de la operación producto de los mayores requerimientos de mantenciones y renovación de equipos. Por ello, el EBITDA de la compañía disminuyó en un 11,9%, respecto de 2014, finalizando el periodo en \$7.319 millones. De esta forma, el margen EBITDA cayó de 9,2%, en 2014, a 7,7% en 2015.

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

¹⁰ 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.

En materia de proyectos, durante 2015 se continuaron las obras de construcción de 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 debería comenzar a operar a fines de 2016.

	Actual	Ampliación	Total
Nº de Camas	143	82	225
Nº de Pabellones	7	3	10
Nº de Box consultas médicas	52	6	57

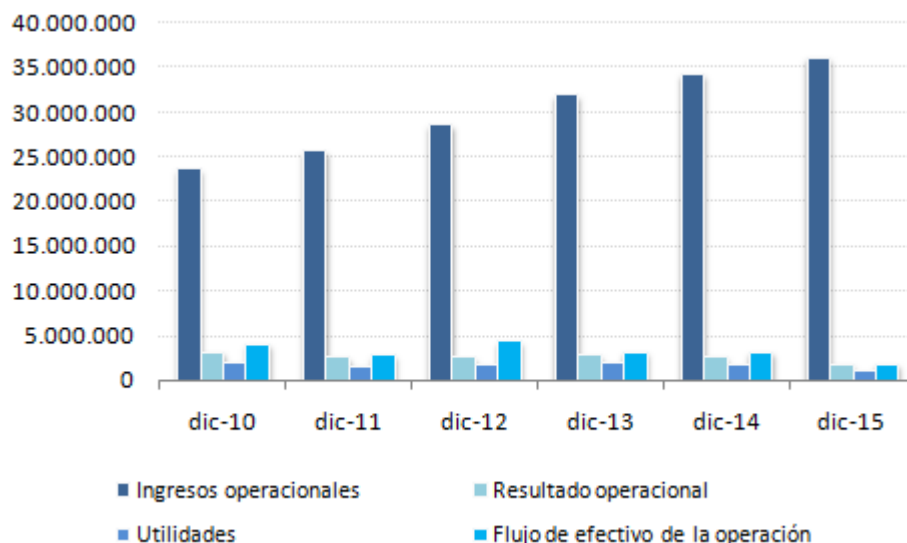
Actualmente, la clínica cuenta con un *staff* de 284 médicos distribuidos en una superficie de 28.514 m². Cuenta con 143 camas, 39 boxes de consultas médicas, 13 boxes de urgencia, 6 salas de procedimientos y siete pabellones entre otros. Durante 2015 tuvo una ocupación de 68,4%, inferior a la de 2014 que alcanzó el 74,2%. La clínica realizó cerca de 527 mil prestaciones, que incluyen atenciones médicas, exámenes de laboratorio, atenciones kinesiológicas, procedimientos, imagenología y consultas de urgencia.

Situación financiera de Clínica Tabancura

A diciembre de 2015, Clínica Tabancura sumó ingresos por \$36.179 millones, lo que significa un crecimiento de 5,4% respecto de 2014. Cabe señalar, que la actividad ambulatoria ha disminuido, debido a la mayor competencia que ha enfrentado la industria y por ende, esta disminución influye en el resto de las prestaciones ambulatorias.

Por su parte, el EBITDA de Tabancura retrocedió en un 13,5%, mientras que el margen EBITDA cayó desde 11,3%, en 2014, a 9,2%, en 2015. Finalmente, la utilidad de Clínica Tabancura retrocedió un 38,3% terminando el periodo en \$1.023 millones, mientras que el flujo de la operación cayó en un 42,6% a \$. 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)



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 64.240 m² construidos, con una infraestructura de 268 camas, 16 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 58 boxes de consultas médicas de especialidades, 32 salas de procedimientos.

Durante 2015, la clínica tuvo una ocupación igual a 73,3% (80,5% en 2014), realizando más de 713.000 prestaciones, que incluye exámenes, consultas médicas y de urgencia.

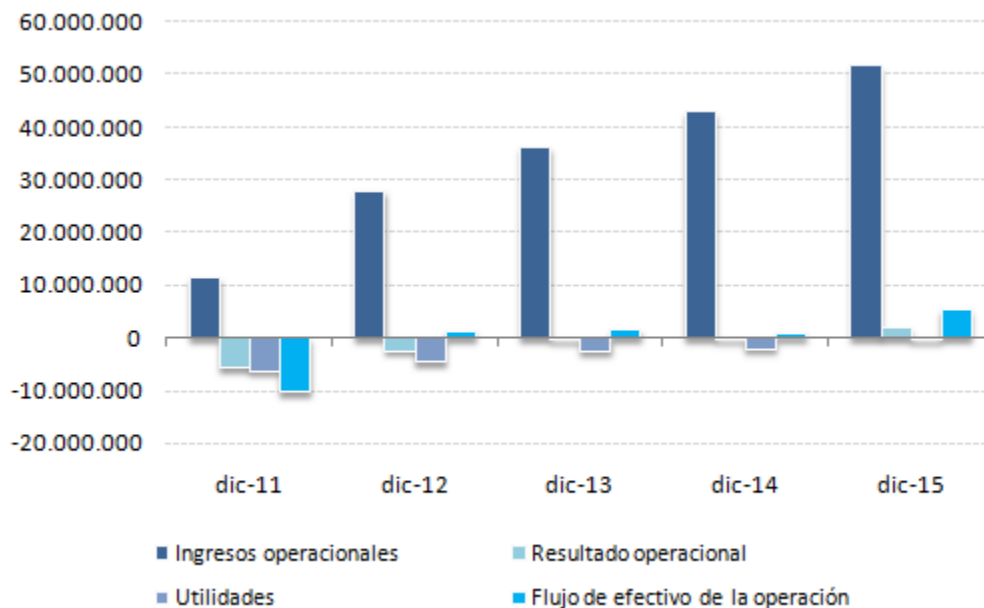
Situación financiera de Clínica Bicentenario

Clínica Bicentenario, a diciembre de 2015, obtuvo ingresos por \$51.639 millones que significó un crecimiento de 20,4% respecto de 2014. A su vez, el EBITDA de la compañía fue de \$4.420 millones, lo que representó un incremento de 68,7%, respecto de 2014, mientras que recortó sus pérdidas desde las registradas en 2014, iguales a \$2.135 millones a \$30,4 millones.

Su nivel de activos no corrientes asciende a \$63.677 millones, de ellos el 72,7% corresponde a propiedades, planta y equipos.

Durante 2014, Atesa S.A. se incorporó como filial de Clínica Bicentenario. Esta empresa de inversiones que 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)



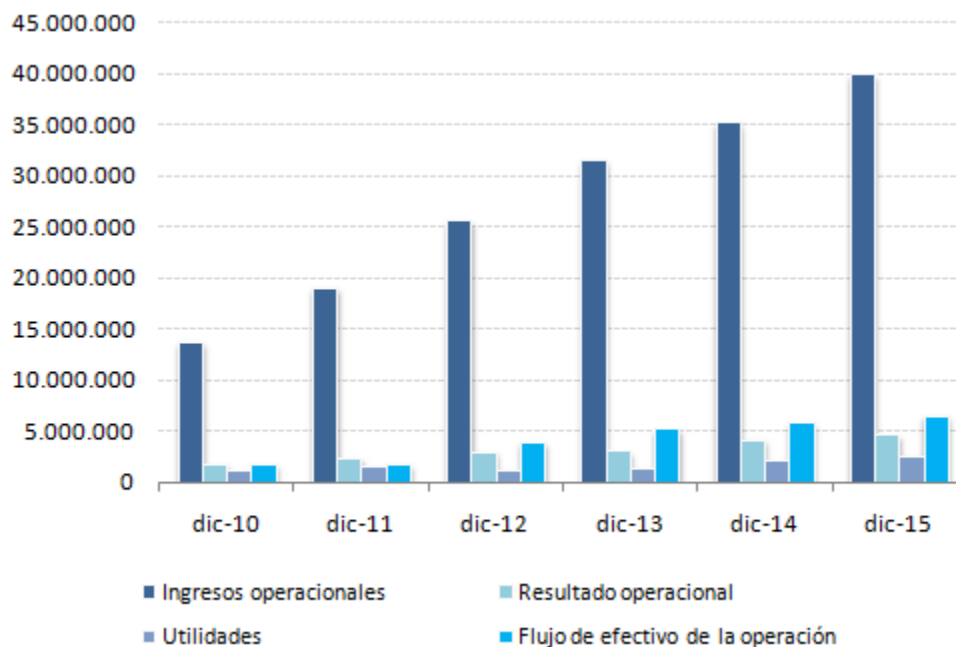
Clínica Avansalud S.A.

La Clínica Avansalud fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. Durante 2010 la clínica fue ampliada y remodelada, triplicando su superficie construida. Actualmente tiene un *staff* de 325 médicos, una infraestructura de 30.687 m², 114 camas, 63 boxes (para consultas médicas y urgencias), 32 salas de procedimientos y 14 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud. Durante el último período, 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 60,9% en 2012 para finalizar 2015 en un 63,7%.

Situación financiera de Clínica Avansalud

A diciembre de 2015, Clínica Avansalud obtuvo ingresos por \$39.949 millones lo que corresponde a un incremento de 13,4% respecto de 2014, debido a un mayor nivel en la actividad general, acompañado por un aumento de la complejidad, en el mismo periodo alcanzó utilidades por \$2.565 millones, lo que representa un incremento de 26,1%, respecto de 2014. 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.

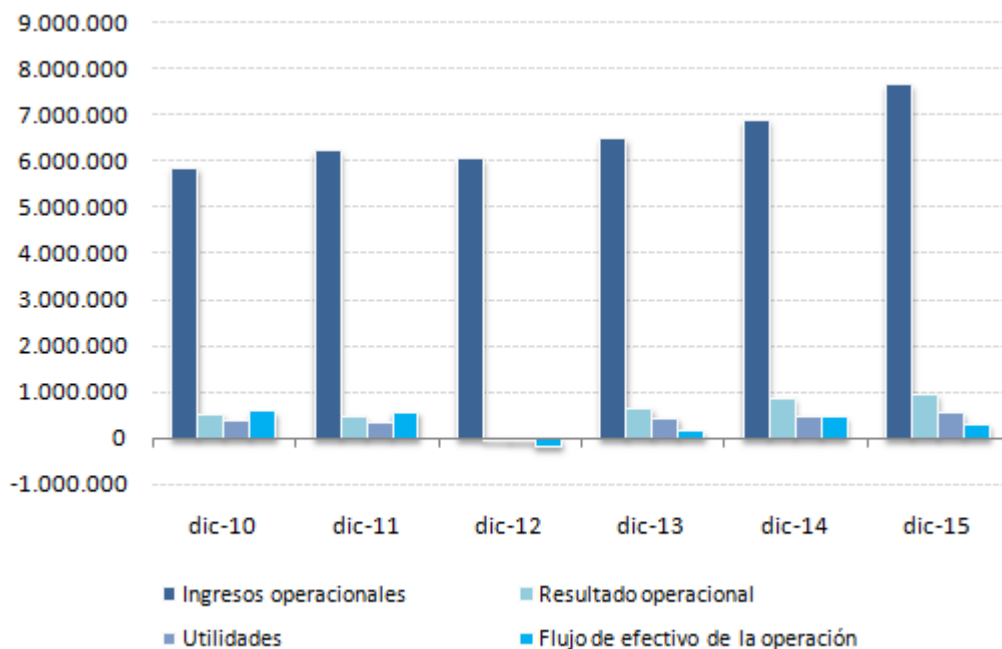
La Clínica Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá, con prestaciones de mediana a alta complejidad, ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 61 camas de hospitalización distribuidas en 4.989 m² construidos. Cuenta con un *staff* de 130 médicos, 11 boxes de urgencia, cinco pabellones generales, un pabellón para tratamientos gineco-obstetricos y una sala de procedimientos de urgencia.

Durante 2015 la ocupación en esta clínica alcanzó el 52,9% y el número de prestaciones cerró en 234.275.

Situación financiera de Clínica Iquique

A diciembre de 2015, Clínica Iquique obtuvo ingresos por \$ 7.672 millones, un 11,3% superior a 2014, y utilidades por \$551,9 millones, incrementándose en un 14,1%. 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 2015, Oncored tuvo ingresos por \$4.640 millones y utilidades por \$556,3 millones, superior a lo registrado en 2014 en un 37,5% y 59,8%, respectivamente.

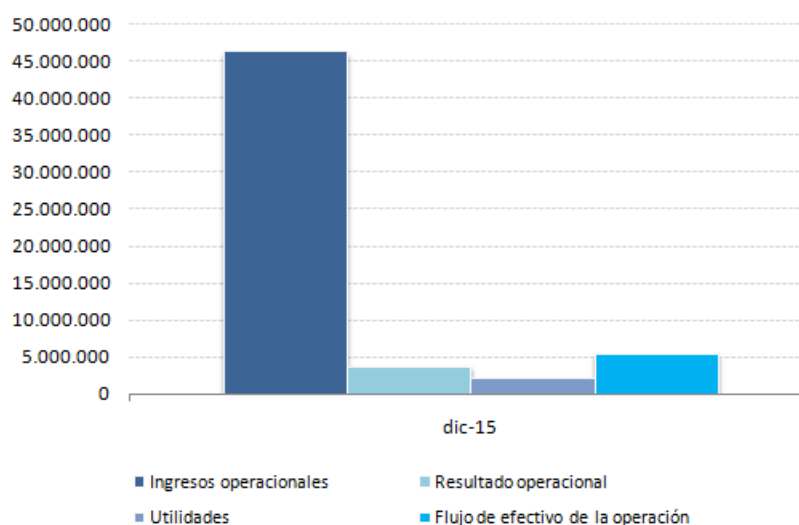
Administradora Clínicas Regionales Seis

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 2015, iguales a \$46.363 millones, con un EBITDA de \$5.414 millones, de esta forma el margen EBITDA de la sociedad fue de 11,7%. Por su parte, las utilidades de la compañía fueron de \$2.104 millones.

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



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%. Los niveles de prestaciones totalizaron 323.442 en 2015 fueron un 1,8% superior a los registrados en 2014. El hospital realizó 6.703 intervenciones quirúrgicas, además de 2.140 nacimientos. Llevo a cabo 43.707 consultas médicas, 264.755 exámenes de laboratorio y de imagenología.

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 las siguientes Ilustraciones se presenta el nivel de actividad por filial, como el desempeño financiero de las mismas.

Ilustración 7
Resumen del nivel de actividad por centro médico y clínicas
(2012-2014)

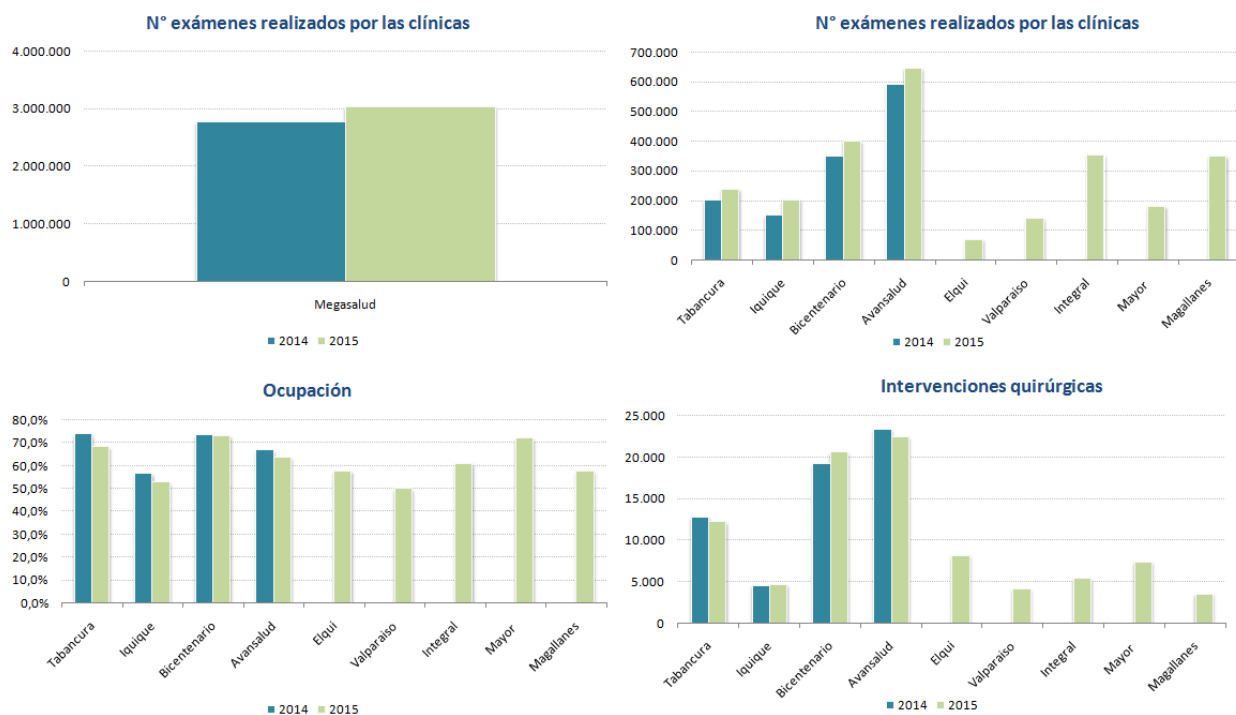


Ilustración 8 Resumen del desempeño financiero de las principales filiales (\$M)



Evolución de los ingresos y EBITDA

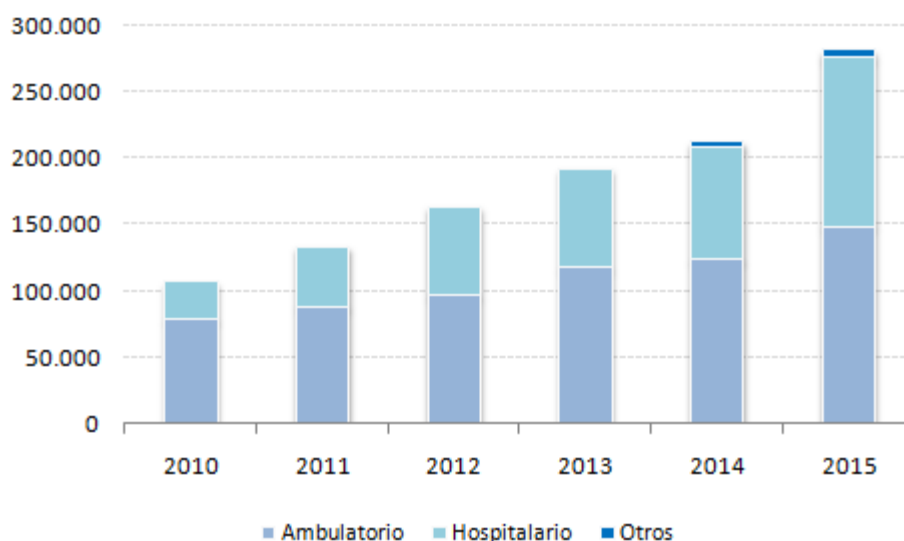
A diciembre de 2015, los ingresos consolidados de **Red Salud** alcanzaron los \$281.389 millones, lo que significó un aumento de 32,1%, respecto a 2014. El 67,8% del incremento en los ingresos de **Red Salud** se explican por la consolidación de Asociación de Clínica Regionales Seis, mientras que el incremento en los ingresos de Clínica Bicentenario explica el 12,8% del crecimiento de los ingresos de la sociedad.

Por un lado el área ambulatoria –compuesto por Megasalud y por las operaciones ambulatorias de los centros médicos de las clínicas que controla **Red Salud**– reportó ingresos por \$149.061 millones, un 20,3% superior a los obtenidos en 2014. Mientras que el segmento hospitalario –compuesto por Clínica Bicentenario, Tabancura, Avansalud, Arauco Salud, Administradora de Clínicas Regionales Seis y Clínica Iquique– reportó ingresos \$126.935 millones, un 50,2% superior a 2014.

Por su parte, el EBITDA de la compañía se incrementó en 27,2% respecto al ejercicio de cierre del año anterior, este crecimiento se da en el escenario de la consolidación de Clínicas Regionales Seis y también por el crecimiento del EBITDA de Clínica Bicentenario en un 68,7%. Sin embargo tanto Megasalud como Tabancura mostraron retrocesos en la generación de EBITDA durante 2015, en 11,9% y 13,5%, respectivamente.

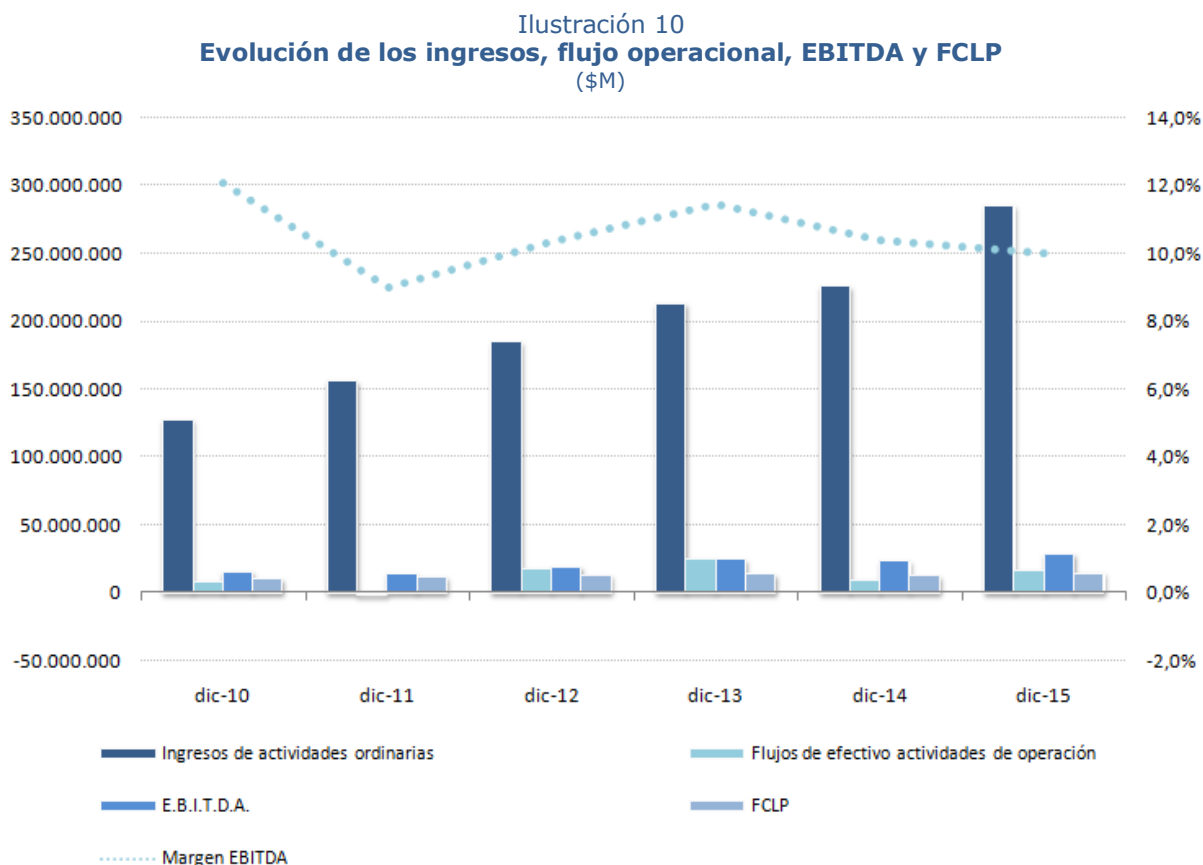
En la Ilustración 9 se muestra los cambios que han presentado los ingresos por segmento:

Ilustración 9
Ingresos según segmento
(\$M. 2010-2015)



El margen EBITDA consolidado de **Red Salud** en 2015 fue de 10,0%, inferior a lo obtenido en 2014 que alcanzó un 10,4%.

En la Ilustración 10 se muestra la evolución de los ingresos y EBITDA:



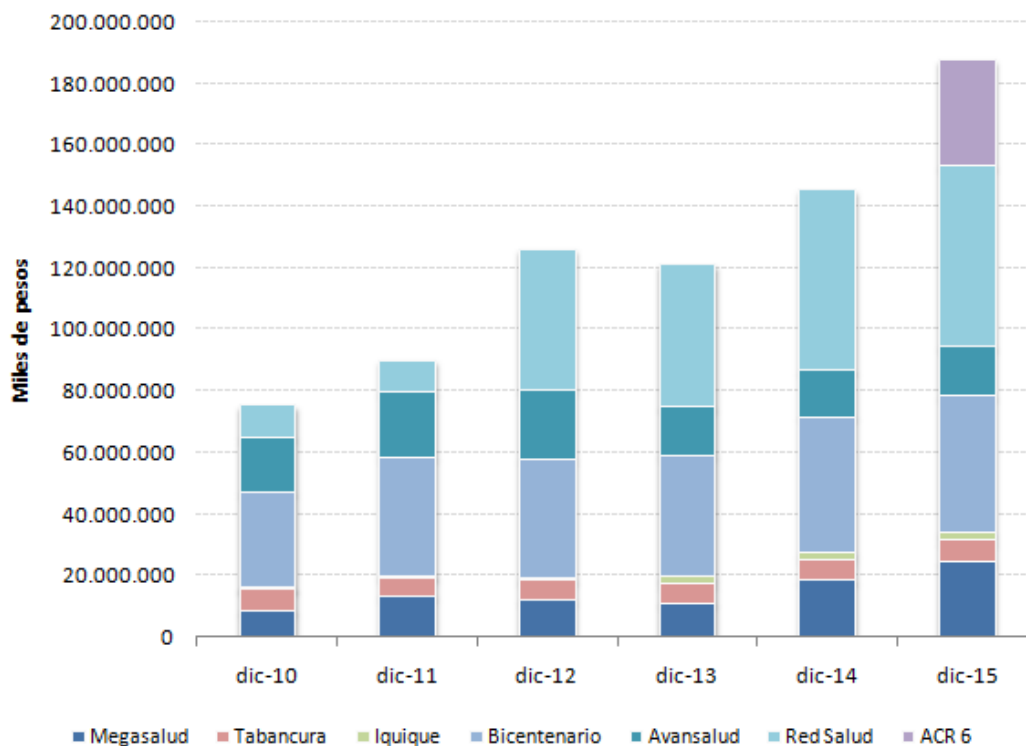
Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera consolidada de **Red Salud** escaló un 29,1% durante 2015, alcanzando \$187.839 millones (\$145.491 millones en 2014). Lo anterior se debió, principalmente, por la consolidación de ACR 6, nuevas deudas bancarias y préstamos por leasing.

El 42,0% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con bancos, mientras que el 32,1% a arrendamientos financieros y el 25,9% restante a deuda por emisión de bonos.

La deuda financiera consolidada de la empresa a diciembre de 2015 se reparte en un 23,8% a Clínica Bicentenario, un 18,4% a Asociación de Clínicas Regionales Seis, 13,1% a Megasalud, 8,5% a Avansalud, 3,7% a Clínica Tabancura, 1,3% a Clínica Iquique y 31,3% a la matriz, tal como se muestra en Ilustración 11.

Ilustración 11
Evolución de la deuda financiera
 (\$M. 2010-2015)



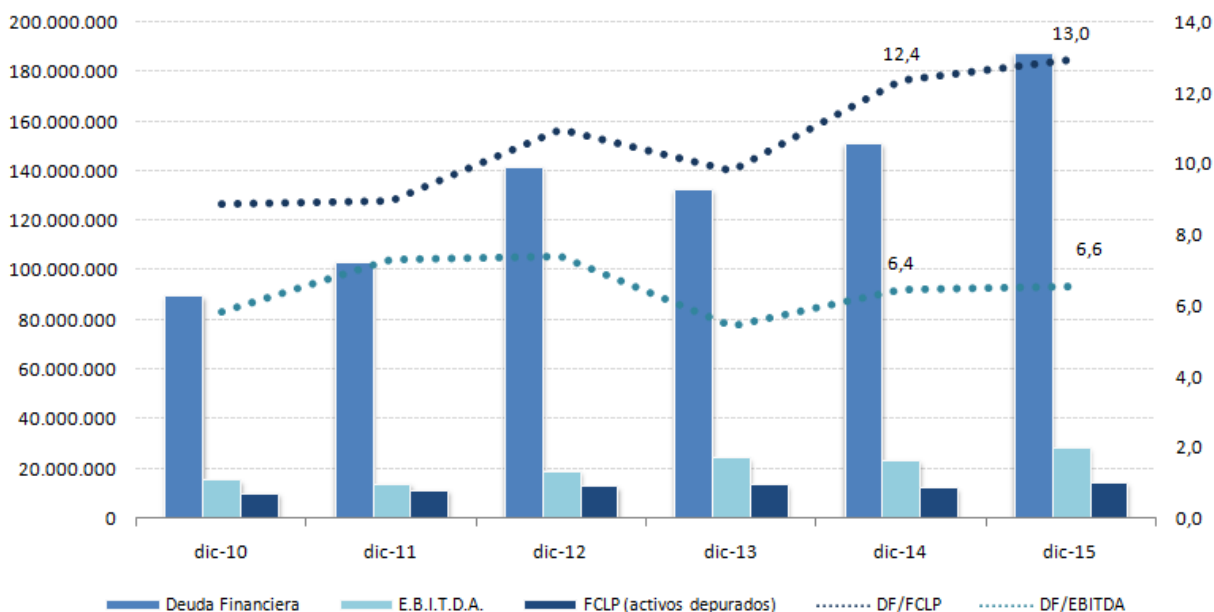
Producto del incremento experimentado por las obligaciones financieras, la razón de endeudamiento – medida como pasivo exigible sobre patrimonio¹¹– aumentó desde 1,6 veces en 2014, a 2,1 veces durante 2015.

Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA creció desde 6,4 veces, en 2014, a 6,6 veces, en 2015. Sin embargo, esta métrica incluye sólo los ocho meses de consolidación de la generación de EBITDA de ACR6. De este modo, si se incorpora el total de la generación anual de EBITDA de ACR6 para 2015, la relación deuda financiera sobre EBITDA debería situarse en rangos de 6,1 veces. Por su parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP¹²) escaló a 13,0 veces en 2015, mientras que en 2014 este valor fue de 12,4 veces. Si se incorpora a esta medición la generación de EBITDA de ACR6 de los 12 meses de 2015, este valor llegaría a 11,8 veces.

¹¹ Medidas en términos consolidados.

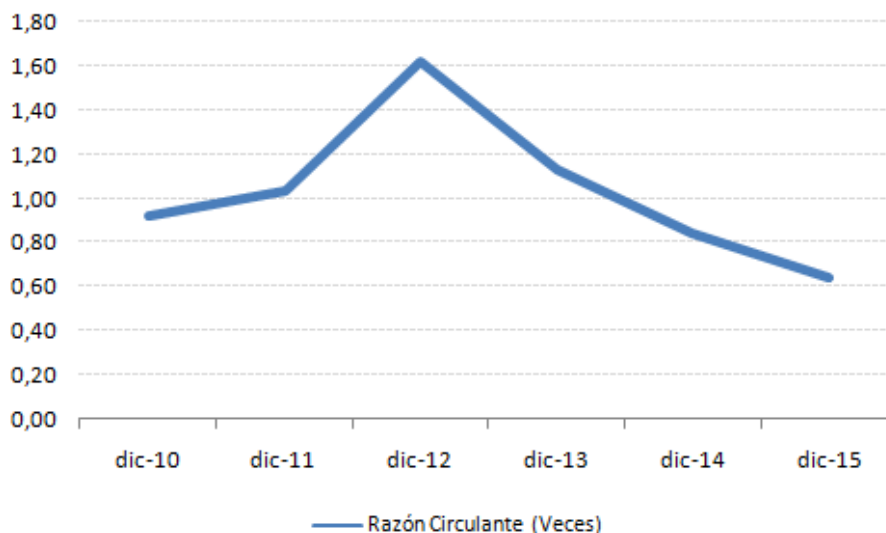
¹² El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 12
Evolución del endeudamiento financiero relativo
 (\$M. 2010-2015)



La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) disminuyó a 0,64 veces en 2015 (0,84 veces en 2014). Esta disminución se explica principalmente por el aumento de los pasivos financieros producto de la reclasificación del vencimiento de la línea de bonos serie A, que vencen en julio de 2016, y el incremento del endeudamiento financiero para financiar las obras de ampliación y remodelación de las clínicas de la sociedad. En la Ilustración 13 se muestra la evolución de la liquidez:

Ilustración 13
Evolución razón circulante
(Veces)

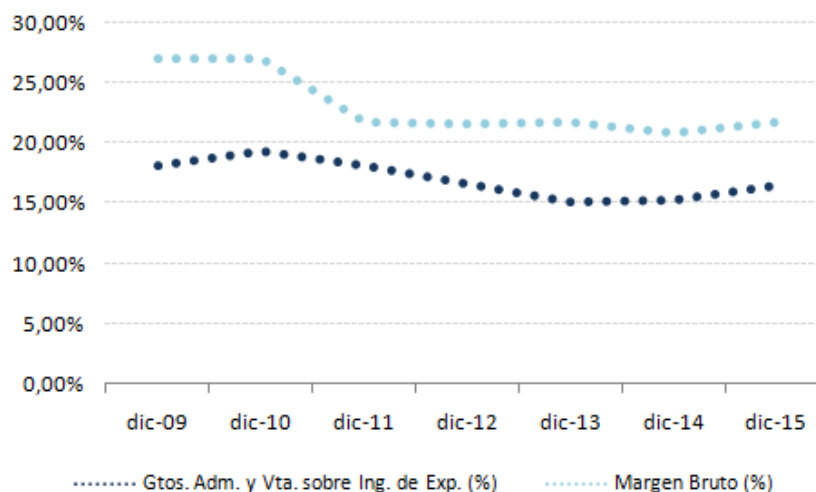


Evolución de la rentabilidad y eficiencia

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%, a diciembre de 2015, con un ratio igual a 16,52%.

El margen bruto aumentó entre 2014 y 2015, pasando de 20,81% a 21,74%.

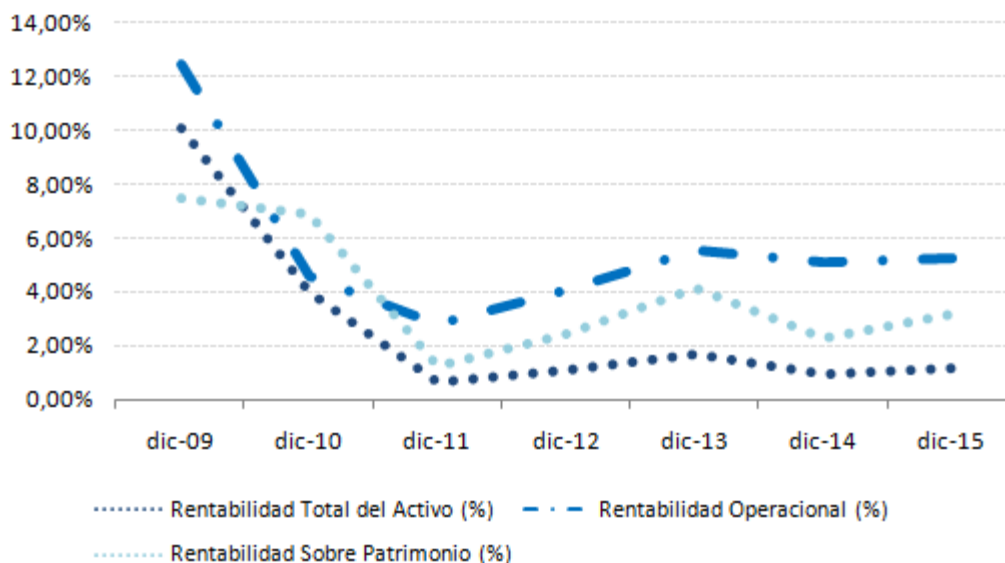
Ilustración 14
Evolución niveles de eficiencia
(%. 2009-2015)



Por otro lado, **Red Salud** experimentó incrementos en la rentabilidad operacional¹³, como la rentabilidad sobre el patrimonio¹⁴, y sobre el activo¹⁵ se incrementaron durante 2015. En el primer caso, pasó de 5,11% a 5,24%, mientras que la rentabilidad sobre patrimonio pasó de 2,30% a 3,17%. La rentabilidad sobre los activos por su parte, subió desde 0,96% a 1,19% en 2014.

En Ilustración 15 se muestra la evolución de la rentabilidad y eficiencia:

Ilustración 15
Evolución rentabilidades
(%. 2010-2015)



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. Sin embargo, esta holgura es inexistente durante 2016, de esta forma la compañía deberá llevar a cabo el refinanciamiento del bono Serie A (*bullet*) que vence el 30 de junio de 2016 por un monto igual a \$21.800 millones. Para ello, **Red Salud** se encuentra evaluando opciones para refinar este vencimientos (hasta el momento, según datos transmitidos por el emisor, ha entablado negociaciones con varios proveedores).

Por otra parte, el controlador tiene comprometido, aunque aún no ha materializado, un aumento de capital por \$5.000 millones que se destinarán, en gran parte, a cancelar el aumento de endeudamiento financiero de la filial Megasalud.

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

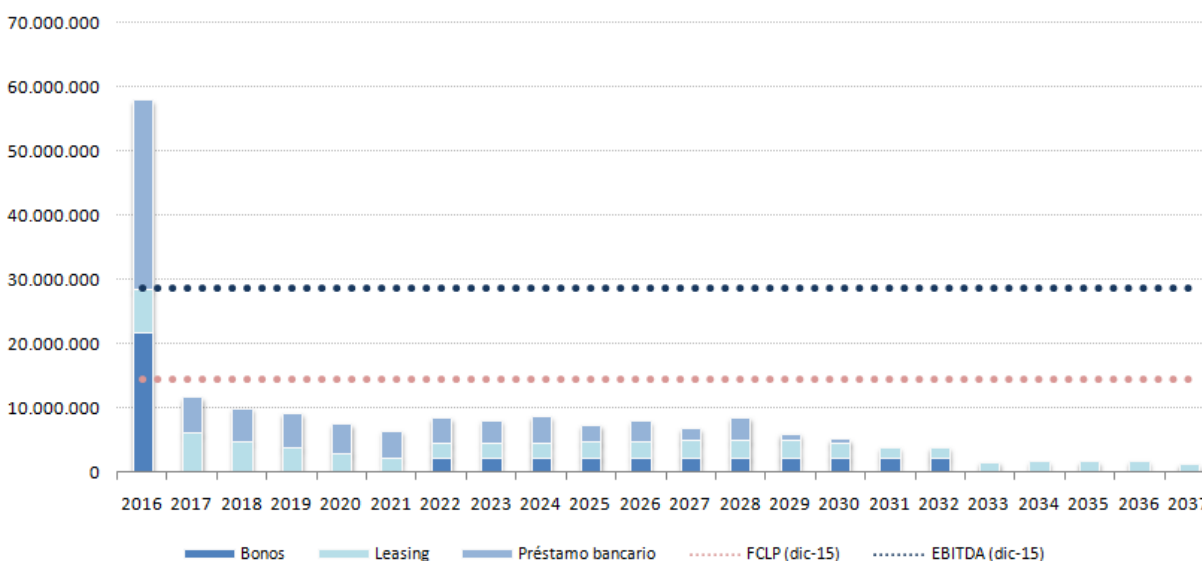
¹⁴ Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

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

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

La Ilustración 16, muestra el perfil de vencimientos del emisor.

Ilustración 16
Evolución perfil de vencimientos
(M\$. 2016-2037)



De acuerdo con las estimaciones de flujos de **Humphreys** (que se muestra como FCLP), los excedentes de caja del emisor debieran facilitar el refinanciamiento de la deuda que vence el año 2016. Por lo demás, en el evento improbable que a futuro no se incrementara el flujo de caja de la sociedad (de acuerdo al FCLP de 2015), aun así es posible dar cumplimiento a las obligaciones financieras, siempre con la necesidad de refinanciamiento el año 2016, pero entendiendo que se operaría con flujos más ajustados.

Características de las líneas de bonos

Covenants líneas de bonos			
	Límite	31-12-2014	31-12-2015
Deuda financiera/Patrimonio total	No superior a 2 veces	1,26 veces	1,53 veces
EBITDA/gastos financieros netos ¹⁷	Hasta el 31/12/2015 Superior a 2,5 veces	3,05 veces	3,08 veces
	Desde el 31/03/2016 Superior a 3,0 veces		
Activos libres de gravámenes/saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	3,13 veces	3,46 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 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."

¹⁷ Este *covenant*, a partir de 31/03/2015 y hasta el 31/12/2015, disminuye su límite a 2,5 veces.