



ACCIÓN DE RATING

5 de junio, 2020

Primera clasificación

RATINGS

Clínica Las Condes S.A.

Solvencia	A-
Bonos	A-
Títulos accionarios	Nivel 2
Tendencia	En Observación
Estados financieros	4Q-2019

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgado +56 2 2896 8211
Analista de Corporaciones
jdelgado@icrchile.cl

Clínica Las Condes S.A.

Informe de primera clasificación

ICR clasifica en categoría A-/En Observación la solvencia y bonos de [Clínica Las Condes S.A. \(CLC\)](#) y en Primera Clase Nivel 2 sus títulos accionarios.

La clasificación se explica por el perfil de su negocio, la escala de sus operaciones, niveles de rentabilidad, *leverage*, cobertura de sus obligaciones y por la política financiera de la compañía.

Así, consideramos que CLC desarrolla sus actividades en un mercado donde la demanda tiende a ser estable (excluido efecto Covid-19) y la oferta percibida como muy relevante. Destacamos el *track record* que le entrega 37 años de operación, lo que ha venido apoyado de acreditaciones tanto nacionales como internacionales respecto a la excelencia de sus prestaciones.

Pese a la experiencia de la compañía en la industria y a la existencia de barreras de entrada por los altos niveles de inversión requeridos para la operación, CLC presenta alta competencia en su segmento de nicho, lo que podría generar esfuerzos adicionales para mantener su posición competitiva.

Respecto a sus indicadores de deuda y de rentabilidad, las cifras hasta diciembre de 2019 mostraban a CLC con una fortaleza financiera adecuada dentro de su nivel de riesgo, pese a que tuvo cierto impacto negativo derivado de la crisis social del último trimestre. Dada la contingencia sanitaria actual, no esperamos que los resultados de 2019 se repitan en 2020, sino que estamos proyectando una contracción relevante en el flujo operacional de esta compañía (y del sector salud) para este año, y nuestras proyecciones apuntan a que la recuperación de la actividad no será inmediata una vez levantadas las restricciones impuestas por la autoridad.

La toma de control de la compañía por parte del grupo Auguri lo consideramos positivo, toda vez que permita fortalecer la gestión y resultados de CLC, lo que no esperamos se materialice al corto plazo por dos motivos: (i) crisis sanitaria actual y; (ii) período de ajuste por el que está atravesando la compañía, donde se está buscando materializar los intereses de gestión del accionista controlador mediante el nuevo directorio y administración, luego de varios períodos de muy alta rotación de los ejecutivos clave de la empresa.

Dado que aún no es posible cuantificar el real impacto de la crisis sanitaria en los resultados de CLC, estamos asignando una tendencia En Observación, hasta disipar la real prolongación e impacto del evento exógeno, e iremos evaluando la capacidad de la empresa para hacer frente a esta contingencia, focalizados no sólo en el estado de las operaciones, sino que también en su nivel de liquidez, la que hasta la fecha indica que la compañía cubriría adecuadamente sus obligaciones de 2020, según nuestras estimaciones (indicador constantemente en actualización para verificar eventuales desviaciones).

Perfil de la Empresa

Desde hace 37 años, Clínica Las Condes (CLC) participa en la industria de salud privada en Chile, ofreciendo servicios de alta complejidad en gran parte de las ramas de la medicina.

La compañía desarrolla sus actividades en siete áreas de negocios: (i) Servicio de Hospitalización; (ii) Servicio de Urgencia; (iii) Servicio de Diagnóstico y Apoyo Clínico; (iv) Servicio de Consultas Médicas; (v) Unidad de Pacientes Internacionales; (vi) Unidad de Medicina Preventiva y; (vii) Centros de Especialidad, con foco en entregar cuidados médicos de calidad, contar con los especialistas médicos más calificados del país, tener tecnología de punta y realizar mejoras continuas, especialmente en la calidad de servicio y la experiencia del paciente.

Respecto a la estructura de propiedad, la compañía es controlada desde noviembre de 2019 por el grupo Auguri, con el 50,05% de propiedad a través de las sociedades Lucec Tres e Inversiones Santa Filomena; y es administrada por un directorio compuesto por nueve miembros que fueron elegidos en abril de este año, quedando presidido por Alejandro Gil.

Industria de salud en Chile

Chile presenta un gasto en salud acorde al promedio OCDE, pero es uno de los países con menor cantidad de camas hospitalarias

A nivel general, el gasto en salud en Chile representó un 8,9% del PIB total, en base a lo reportado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en 2019 (cifras a 2018). Este valor es prácticamente similar al promedio de los países que conforman el organismo, el cual se posicionó en 8,8%. No obstante, al analizar el gasto en términos per cápita, se observó que, para el caso chileno, el gasto alcanzó los US\$ 2.182, valor que se alejó bastante del promedio OCDE de US\$ 3.994. Adicionalmente, una fracción importante del gasto en salud en nuestro país es financiado directamente por las personas (41,7%), lo que dista bastante del promedio OCDE (25,2%).

Por otro lado, en términos de recursos disponibles para la salud, se observa un déficit importante de camas hospitalarias en Chile, si se compara con el promedio de los países que conforman la OCDE. De acuerdo con los últimos datos publicados por dicha institución, el país contaba con 2,11 camas por cada mil habitantes al cierre de 2017, mientras que el promedio de la OCDE alcanzó 4,65 camas por cada mil habitantes durante el mismo período, más que duplicando la disponibilidad que presentó el sistema nacional de salud. Cabe indicar que, si bien este promedio no necesariamente es indicativo del parámetro óptimo para el sistema de salud de un país, sí permite obtener una aproximación de lo que se observa en las economías de mayor desarrollo.

Clínicas de Chile enfrentan un desafío de liquidez importante ante la propagación del virus COVID-19

La contingencia sanitaria ha significado la postergación de una amplia gama de prestaciones no vinculadas a la emergencia, debido a la orden de la autoridad de suspender parcialmente las cirugías programadas y controles. Por otro lado, existe temor en la población a acercarse a un recinto de salud dado los riesgos de contagio, lo que, junto a las medidas de cuarentena y los incentivos a quedarse en casa, ha implicado una reducción de la demanda por prestaciones ambulatorias y hospitalarias. Al respecto, Clínicas de Chile reportó que, a abril de 2020, los prestadores privados que forman parte de la asociación han evidenciado una reducción de 80% en la actividad efectiva.

ACCIONISTAS

Lucec Tres S.A.	32,78%
Inv. Santa Filomena Limitada	17,27%
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	8,02%
BCI C. de B. S.A.	6,41%
Bolsa de Comercio de Santiago	3,26%
Bolsa de Valores	
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	1,85%
Asesorías e Inversiones Spencer e Hijos Limitada	1,36%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,22%
Jonás Gómez Pacheco	1,09%
Jonás Gómez Alonso	1,09%
Pablo Gómez Alonso	1,09%
Banchile C. de B. S.A.	0,56%

Fuente: CMF, a marzo 2020.

DIRECTORIO

Alejandro Gil G.	Presidente
Carlos Gil D-C	Vicepresidente
Oscar Paris M.	Director
Jonás Gómez P.	Director
Jorge Larach K.	Director
Paola Bruzzone G.	Director
Renata Harasic G.	Director
Chirstian Traeger G.	Director
Juan J. Subán P.	Director

Fuente: CMF.

HECHOS RELEVANTES 2019 y 2020

Directorio y administración:

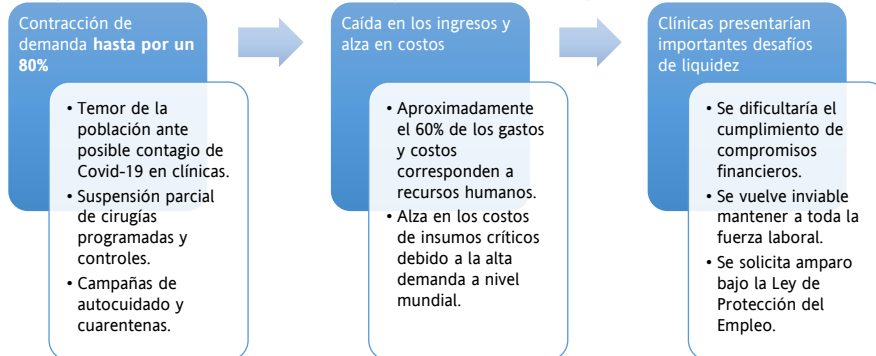
- Años 2019 y 2020 marcados por cambios de administración y directorio.
- Último cambio de administración reportado: Fredy Jacial asumió la gerencia general de CLC – luego de dejar su cargo de director –, en reemplazo de Andrés Illanes.

Accionistas:

- **Marzo 2019:** El directorio decidió proponer a los accionistas una auditoría forense para aclarar las causas del deterioro de los indicadores financieros entre 2014-2016.
- **Mayo 2019:** La junta de accionistas decidió rechazar una auditoría forense.
- **Octubre 2019:** Se inició la OPA de CLC formulada por grupo Auguri.
- **Noviembre 2019:** Toma de control de grupo Auguri con el 50,05% de la propiedad.

Menor recaudación por efectos de la pandemia generaría un desafío importante para la gestión de liquidez de las clínicas

Principales efectos identificados de la contingencia sanitaria actual por COVID-19 en el sector salud



Fuente: Clínicas de Chile, abril 2020

Clínicas de Chile estimó en abril una reducción preliminar en ingresos de \$245 mil millones por cada mes de crisis sanitaria, mientras que las proyecciones sobre la extensión de la pandemia aún son inciertas. A esto se suma el incremento en los costos y precios de insumos críticos ante la alta demanda a nivel mundial, junto a los desafíos de liquidez que representa la menor recaudación, dificultando el cumplimiento de compromisos financieros y operacionales. Debido a esto, diversas clínicas han hecho cierres de sucursales, reajustes en su personal profesional y administrativo, disminución de salarios, además de acogerse a la Ley de Protección del Empleo.

Clasificación de riesgo del negocio: A-

Escala de operaciones de CLC se sustenta principalmente en los ingresos del segmento hospitalario

La compañía reportó ingresos por \$226.194 millones al cierre de 2019, lo que representó un incremento de 3,1% respecto a 2018. La tendencia sobre la facturación de CLC ha sido creciente a través del tiempo, con un aumento de 8,5% entre 2013 y 2019 (CAGR). Durante el último año, el segmento hospitalario se mantuvo como el que mayor contribución realiza a los ingresos consolidados de la empresa (62,2%), seguido por la unidad ambulatoria (24,8%), y finalmente por el ítem de otros ingresos (13,0%), que se compone principalmente de las primas registradas por Seguros CLC.

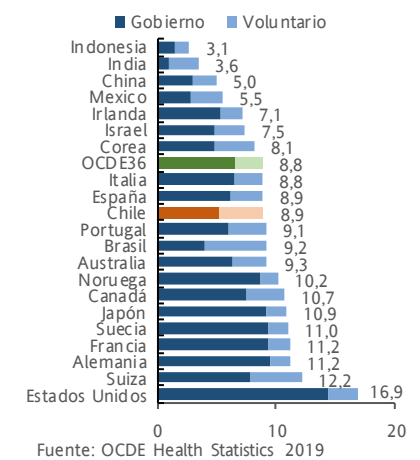
Estimamos que la escala de ingresos de la compañía se ajustaría a la baja durante 2020, dada la reducción en la demanda de servicios de salud producto de la contingencia sanitaria actual asociada al COVID-19, con un efecto negativo relevante en el número de consultas médicas. Si bien existen iniciativas para mitigar lo anterior, como la telemedicina, estimamos que difícilmente contrarrestaría completamente la contracción de atenciones ambulatorias. Por otra parte, el tipo de intervenciones quirúrgicas que se pueden realizar es bastante acotado, dado que la clínica debe mantener a disposición el total de camas para la administración centralizada que está llevando a cabo el Ministerio de Salud a nivel nacional.

Excluida la crisis sanitaria, la compañía desarrolla sus actividades en un mercado donde la demanda tiende a ser estable y la oferta percibida como muy relevante

Los datos operacionales de CLC, esto es, ocupación de camas, intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, exámenes, etc., muestran que la demanda tiende a ser

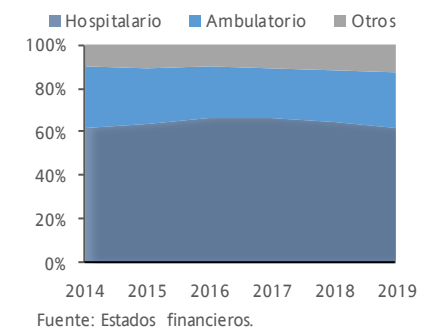
Gasto total en salud de Chile cercano al promedio OCDE, pero con un bajo gasto público asociado

Gasto en salud como % del PIB, 2018



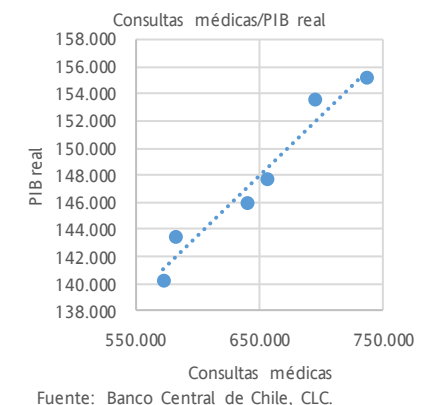
Históricamente la contribución del segmento hospitalario a los ingresos consolidados de CLC ha superado el 60%

Participación de cada segmento en los ingresos consolidados de CLC (%)



Existe una correlación positiva muy alta (0,98) entre el número de consultas médicas y el PIB real

Consultas médicas en relación con el PIB real, 2014-2019



bastante estable, sin una interrupción en ningún período de evaluación (excluyendo Covid-19), lo que favorece a que la compañía no se vea expuesta a variabilidades significativas en sus resultados operacionales.

Aun cuando a la fecha no es posible cuantificar el real impacto de la crisis sanitaria en los resultados de CLC y de la industria, sí consideramos que la recuperación del sector sería más expedita que otras industrias (como retail, por ejemplo), pero no inmediata. Lo anterior significa que, al existir una correlación de la industria de la salud respecto al crecimiento económico, la actividad de la salud privada en Chile podría estar menos activa al corto plazo, en línea con las proyecciones desfavorables de crecimiento a nivel país (pese a que los servicios de salud son considerados de alta relevancia para los pacientes).

Destacamos como variables diferenciadoras de CLC respecto a su competencia, el *track record* que le entrega 37 años de operación, lo que ha venido apoyado de una mejora en su reputación corporativa según MERCOSUR y acreditaciones tanto nacionales como internacionales respecto a la excelencia tecnológica de sus prestaciones.

Pese a la existencia de barreras de entrada por los altos niveles de inversión requeridos para la operación, CLC presenta alta competencia en su segmento de nicho

Aun cuando CLC es una clínica de alta complejidad, con varios segmentos de negocio y una amplia oferta de servicios en cada uno de esos segmentos, consideramos que existe un alto nivel de competencia en su mercado objetivo, lo que requiere un esfuerzo adicional para mantener la posición competitiva.

Un factor positivo es la baja concentración de clientes, lo que permite que el riesgo de incobrabilidad sea bajo. Así, el 86% aproximadamente de los ingresos de hospitalizados provienen de pacientes de ISAPRE y FONASA (77% y 9%, respectivamente), el 7% de convenios empresas y 7% particular. Para el caso de los ingresos por prestaciones ambulatorias, sólo el 5% corresponde a convenios con empresas, 4% a FONASA y el resto se divide en ISAPRE (48%) o bien en particulares (43%) que normalmente reembolsan su prestación a su respectiva ISAPRE.

Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

Niveles de rentabilidad permanecieron prácticamente estables en 2019, luego de la recuperación de resultados lograda en 2018

El crecimiento de 3,1% en los ingresos entre 2018 y 2019 estuvo explicado en mayor parte por el segmento ambulatorio, que registró un aumento de 9% durante el período de comparación, gracias a la mayor facturación por imagenología y procedimientos de diagnóstico. Asimismo, el ítem de otros ingresos creció 15,6%, en línea con el incremento de 16,2% en el saldo de primas directas. En contraposición, el segmento hospitalario tuvo menores ventas, presentado una baja de 1,3%.

Aun cuando se reportaron mayores costos de ventas (+3%) y gastos de administración en 2019 (+10,4%), el EBITDA¹ no presentó cambios significativos, llegando a \$35.207 millones al cierre del año (+0,8% respecto a 2018). Si bien las cifras no son directamente comparables tras la aplicación de IFRS 16, el efecto a nivel EBITDA es poco relevante para el caso de CLC. Con esto, el margen EBITDA pasó desde 15,9% en 2018 hasta 15,6% en 2019.

Valoramos positivamente que la compañía mantuviese niveles de rentabilidad operacional similares a los de 2018, año en que se observó una recuperación en los

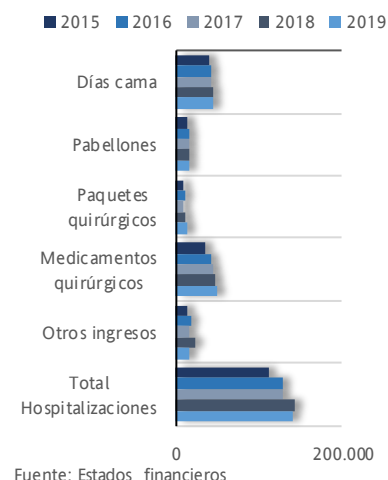
INDICADORES DE GESTIÓN DE CLC

Indicador	2017	2018	2019
Camas habilitadas	365	365	365
Días cama	79.604	81.567	80.857
Ocupación camas	72,4%	79,2%	78,3%
Intervenciones quirúrgicas	19.380	19.205	19.260
Atenciones de Urgencias	148.522	146.284	141.618
Consultas del holding	656.970	695.165	736.306
Exámenes de laboratorio	1.509.235	1.443.000	1.569.411
Exámenes de imágenes	225.269	211.000	222.962

Fuente: Memorias anuales, la compañía.

Medicamentos quirúrgicos y días cama representan los ítems principales del segmento hospitalario de CLC

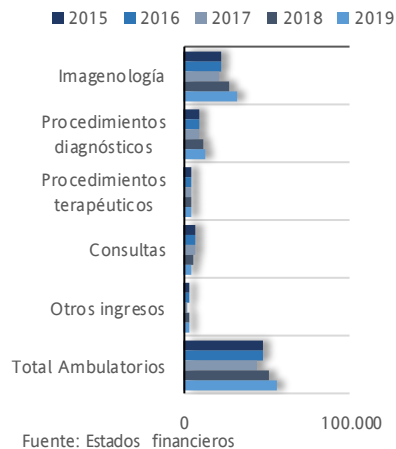
Evolución ingresos segmento hospitalario (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Imagenología representa la principal fuente de ingresos de la unidad ambulatoria de CLC

Evolución ingresos segmento ambulatorio (MM\$)



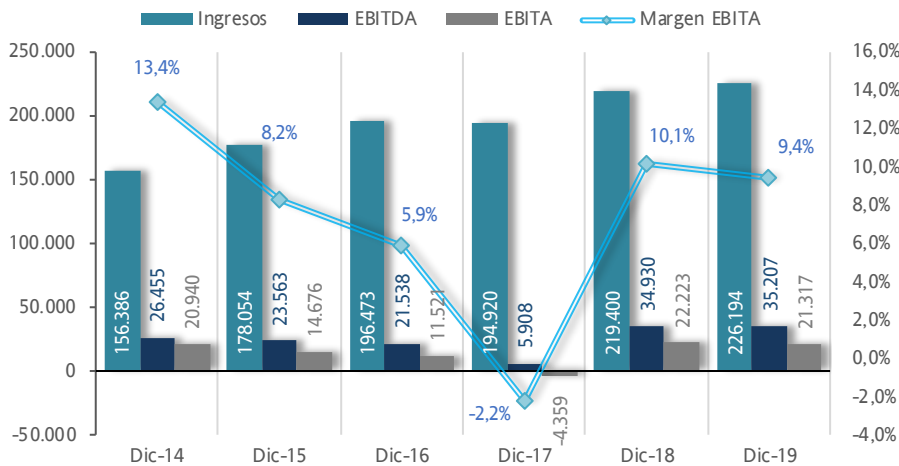
Fuente: Estados financieros

resultados, luego que éstos se vieran fuertemente afectados en 2017 tras la reestructuración interna tanto a nivel de administración como de la operación.

La empresa obtuvo un EBITA² de \$21.317 millones en 2019, lo que representó una reducción de 4,1% respecto a 2018. El margen EBITA en tanto, disminuyó desde 10,1% hasta 9,4% entre el período de comparación. A nivel de resultado neto, CLC alcanzó una utilidad de \$4.654 millones, incrementándose 20,3% respecto a 2018, incorporando el mejor resultado financiero del período, dado que en 2018 el costo financiero se vio afectado por el proceso de reestructuración de deuda que se efectuó en ese año.

Generación de EBITDA permaneció prácticamente estable entre 2018 y 2019

Evolución ingresos consolidados (MM\$), EBITDA (MM\$), EBITA (MM\$) y margen EBITA (%)



Fuente: Estados financieros

El flujo operacional³ de CLC se incrementó 23,6% entre 2018 y 2019, alcanzado los \$20.066 millones, como resultado de mayores cobros procedentes de la prestación de servicios, lo que fue parcialmente contrarrestado por mayor pago a proveedores y aumento en el desembolso de impuestos. El flujo de inversiones⁴, por su parte, totalizó un desembolso de \$12.904 millones, mayor al egreso de \$6.099 millones en 2018, dada las inversiones representativas de Seguros CLC, que garantizan las reservas y el patrimonio mínimo. Finalmente, la compañía reportó un egreso total de \$17.776 millones en el flujo de financiamiento⁵ (entrada de \$10.373 millones en 2018), monto que incorpora principalmente el pago de líneas de créditos bancarias e intereses de bonos.

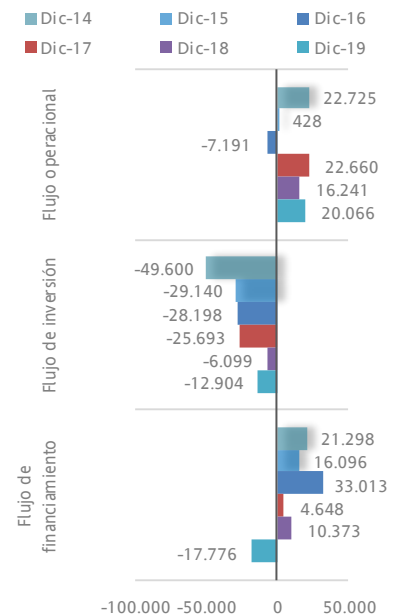
Estimamos que la contingencia sanitaria actual impactaría negativamente en el flujo operación de la empresa, tanto por una menor recaudación provocada por una menor demanda en aquellos servicios de salud que presentan mayor grado de discrecionalidad, así como por un eventual efecto en los costos por insumos médicos.

Cobertura de gastos financieros mejoró respecto al año anterior, mientras que el resto de los indicadores de leverage y cobertura permanecieron estables en 2019

El indicador de endeudamiento total de CLC se redujo desde 1,88 veces en 2018 hasta 1,83 veces en 2019, en línea con un saldo de pasivos totales y patrimonio sin cambios relevantes dentro del período. El endeudamiento financiero, en tanto, llegó a 1,39 veces (1,40 veces en 2018), mientras que el endeudamiento financiero neto se situó en 1,29 veces (1,23 veces en 2018), capturando una menor caja respecto al año anterior. Consideramos como favorable que CLC haya logrado mantener estabilidad en sus indicadores de endeudamiento durante 2019, luego del crecimiento sostenido que se observó en años anteriores.

Mayor recaudación impactó positivamente en el flujo operacional de CLC

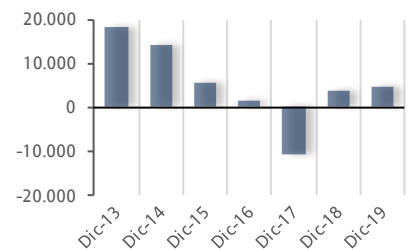
Evolución de flujo de caja (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Un crecimiento de 20,3% evidenció la utilidad de CLC en 2019

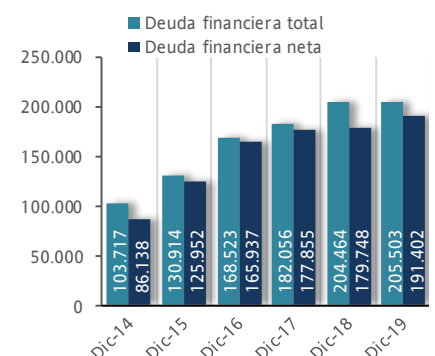
Evolución resultado neto CLC (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Deuda se mantuvo estable en 2019, luego de haber crecido continuamente hasta 2018

Evolución deuda financiera CLC (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Por otra parte, la compañía consiguió mejoras en su nivel de cobertura de gastos financieros. Si bien en términos operacionales la empresa no presentó variaciones relevantes entre 2018 y 2019, los costos financieros regresaron a niveles más cercanos a su trayectoria histórica, luego que en 2018 se efectuara un plan de reestructuración de deuda, mediante la emisión de bonos para el refinanciamiento de préstamos bancarios, lo que implicó reconocer un efecto no recurrente. Con esto, el EBITA cubrió en 2,48 veces el gasto financiero de 2019, superando las 1,83 veces que alcanzó el indicador en 2018.

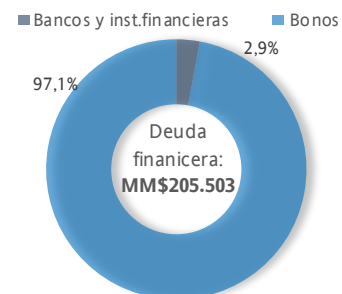
Adicionalmente, con las variaciones prácticamente nulas en el stock de obligaciones financiera⁶ y en el EBITDA de la compañía, el indicador de deuda financiera bruta sobre EBITDA pasó desde 5,85 veces en 2018 hasta 5,84 veces en 2019.

Finalmente, el flujo operacional representó un 10,5% de la deuda financiera neta al cierre de 2019, porcentaje levemente superior al 9,0% reportado en 2018. Si bien la deuda financiera neta creció en el período de comparación, el mayor flujo operacional logró mitigar dicho incremento.

Proyectamos que la menor recaudación que se registraría en 2020 producto de la contingencia sanitaria actual impactaría negativamente en los indicadores crediticios de CLC. Sin embargo, el efecto debiese ser transitorio, en la medida que la industria en la que opera la compañía consiga recuperar sus niveles habituales de actividad, lo que no proyectamos sea inmediato.

Deuda bancaria representó una fracción menor del stock de obligaciones financiera de CLC al cierre de 2019

Composición deuda financiera CLC en 2019 (%)



Fuente: Estados financieros

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores ⁷	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento total ⁸	0,88	1,09	1,35	1,70	1,88	1,83
Endeudamiento financiero ⁹	0,63	0,83	1,05	1,22	1,40	1,39
Endeudamiento financiero neto ¹⁰	0,52	0,80	1,04	1,19	1,23	1,29
Cobertura de gastos financieros (con EBITDA) ¹¹	17,51	5,73	3,57	0,81	2,88	4,09
Cobertura de gastos financieros netos (con EBITDA) ¹²	37,77	6,23	3,80	0,86	3,03	4,47
Cobertura de gastos financieros (con EBITA) ¹³	13,86	3,57	1,91	-0,60	1,83	2,48
Cobertura de gastos financieros netos (con EBITA) ¹⁴	29,89	3,88	2,03	-0,63	1,93	2,71
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) ¹⁵	32,44	0,11	-1,27	3,28	1,41	2,55
Deuda financiera sobre EBITDA ¹⁶	3,92	5,56	7,82	30,81	5,85	5,84
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹⁷	3,26	5,35	7,70	30,10	5,15	5,44
Flujo operacional sobre deuda financiera neta ¹⁸	26,4%	0,3%	-4,3%	12,7%	9,0%	10,5%
Razón circulante ¹⁹	1,96	1,60	1,77	1,26	2,07	2,38
Razón ácida ²⁰	1,91	1,54	1,72	1,24	2,02	2,33

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Se espera que la compañía mantenga políticas financieras predecibles que preserven los intereses de los acreedores

Un factor que complementa la clasificación es la política financiera de largo plazo que persiga la compañía para preservar los intereses de los acreedores. Así, consideramos que la toma de control por parte del grupo Auguri hacia fines de 2019, es un factor positivo en el sentido que disiparía los conflictos de gobierno corporativo que se evidenciaron en el pasado, permitiendo enfocarse en la mejora de la gestión con políticas financieras predecibles.

Aun cuando la toma de control es reciente, lo que implica que la alta administración y directorio están en período de ajuste, la compañía muestra actualmente un perfil financiero estructurado al largo plazo, con un stock de deuda financiera casi completamente compuesto por obligaciones con el público (97,1% sobre la deuda financiera total a 2019). CLC reportó un monto de deuda financiera de \$205.503 millones en 2019, incrementándose 0,5% respecto a 2018, variación que consideró el efecto \$4.373 millones por la aplicación de IFRS 16. Opinamos que es positivo para la clasificación de riesgo de la compañía que haya logrado estabilizar el monto de sus obligaciones financieras, luego de evidenciar un continuo crecimiento entre 2013 y 2018, el que llegó a 23,8% (CAGR).

Considerando una caja inicial dentro de los valores históricos para la compañía, un flujo operacional positivo pero contraído por la menor actividad en el sector explicada por la contingencia sanitaria actual, disponibilidad de líneas de crédito, un perfil de vencimientos concentrado casi en su totalidad al largo plazo, y egresos asociados a impuestos, CAPEX y dividendos, estimamos que CLC contaría con espacio para cubrir sus obligaciones dentro del corto plazo (RCSD²¹). No obstante, la suficiencia de liquidez de la compañía será un tópico de revisión periódica por parte de ICR, dado que la situación provocada por el COVID-19 aún se encuentra en curso, conduciendo a un constante ajuste en las proyecciones.

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solventia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales y; (3) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo de la compañía. Estos componentes son combinados para determinar la solventia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solventia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solventia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solventia.

Instrumentos clasificados

Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación, títulos accionarios nemotécnico LAS CONDES, que tiene presencia bursátil a través de Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa en calidad de market maker. El *floating* del papel, por su parte, se acerca a 50%.

La clasificación en Primera Clase Nivel 2 se relaciona con el rating de solventia (categoría A-) y el *floating* y presencia bursátil ya mencionados.

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos números 682, 721, 889 y 891, según el siguiente detalle:

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 682	Línea 721	Línea 889	Línea 891
Fecha inscripción	07-oct-2011	23-abr-2012	16-mar-2018	16-mar-2018
Plazo (años)	10	30	10	25
Monto inscrito (miles)	UF 1.000	UF 1.000	UF 2.500	UF 3.500
Monto colocado vigente (miles)	-	UF 1.000	UF 2.500	UF 3.500
Series vigentes	-	B	E	F

Fuente: Elaboración propia con información de CMF (al 30 de abril de 2020) y LVA Índices.

En nuestra opinión, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Principales características series de bonos vigentes

	Serie B	Serie E	Serie F
N° de inscripción	721	889	891
Fecha inscripción	29-oct-2013	27-mar-2018	27-mar-2018
Plazo (años)	21,08	4,92	24,92
Monto inscrito (miles)	UF 1.000	UF 2.500	UF 3.500
Monto colocado (miles)	UF 1.000	UF 2.500	UF 3.500
Deuda vigente (miles)	UF 1.000	UF 2.500	UF 3.500
Tasa emisión (%)	3,95	2,50	3,95
Garantía	No contempla	No contempla	No contempla
Vencimiento	30-nov-2034	15-mar-2023	15-mar-2043

Fuente: Elaboración propia con información de CMF (al 30 de abril de 2020) y LVA Índices.

Principales resguardos financieros bonos vigentes

	Series	Exigencia	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dic-19
Endeudamiento financiero (veces)	B	<=1,4	1,39	1,41	1,39	1,39
Endeudamiento financiero neto (veces)	E y F	<=1,4	1,30	1,31	1,28	1,29
Patrimonio mínimo (MM\$)	B, E y F	124.678	146.092	146.956	148.389	148.039
Activos libres de gravámenes sobre deuda financiera neta (veces)	E y F	>=1,2	1,29	1,29	1,26	1,25

Fuente: El indicador de endeudamiento financiero superior a 1,41 veces no se consideró incumplimiento de *covenants* dado el proceso de homologación realizado por CLC para ajustar el cálculo del ratio a la aplicación de la norma contable IFRS, cuya solicitud de modificación fue ingresada a la CMF en julio de 2019. Adicionalmente, CLC homologó las restricciones de la serie B a los de las series E y F en abril de 2020.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones

Fecha	Solvencia	Bonos	Títulos accionarios	Tendencia	Motivo
29-may-20	A-	A-	Primera Clase Nivel 2	En Observación	Primera clasificación

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de 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.

Nivel 2

Títulos con una muy buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

INDICADORES	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activos Corrientes	89.354	88.168	93.292	120.613	128.303	143.068	143.066
Activos No Corrientes	172.122	221.778	236.951	255.670	275.574	276.868	276.365
Activos Totales	261.476	309.946	330.243	376.283	403.877	419.936	419.431
Efectivo y Equivalentes	23.156	17.579	4.962	2.586	4.201	24.716	14.101
Otros Activos Financieros Corrientes	4.304	5.158	7.174	7.696	7.990	9.510	18.374
Pasivos corrientes	29.510	44.908	58.291	68.225	101.449	69.046	60.011
Pasivos no corrientes	71.370	100.028	114.087	147.887	153.111	205.266	211.381
Pasivos totales	100.880	144.936	172.378	216.113	254.560	274.312	271.392
Deuda financiera total	70.393	103.717	130.914	168.523	182.056	204.464	205.503
Deuda financiera neta	47.237	86.138	125.952	165.937	177.855	179.748	191.402
Patrimonio	160.596	165.011	157.865	160.170	149.317	145.625	148.039
Ingresos de actividades ordinarias	138.851	156.386	178.054	196.473	194.920	219.400	226.194
Ganancia bruta	37.171	36.783	33.331	38.917	26.365	46.325	47.946
Resultado operacional	24.546	20.940	14.676	11.549	-5.998	20.639	19.637
Gastos financieros netos	1.333	701	3.784	5.669	6.903	11.541	7.870
Utilidad/pérdida del ejercicio	18.105	14.227	5.270	1.500	-10.810	3.868	4.654
Razón circulante (N° de veces)	3,03	1,96	1,60	1,77	1,26	2,07	2,38
Razón ácida (N° de veces)	2,97	1,91	1,54	1,72	1,24	2,02	2,33
Endeudamiento total (N° de veces)	0,63	0,88	1,09	1,35	1,70	1,88	1,83
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,44	0,63	0,83	1,05	1,22	1,40	1,39
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,29	0,52	0,80	1,04	1,19	1,23	1,29
EBITDA	30.513	26.455	23.563	21.538	5.908	34.930	35.207
Margen EBITDA (%)	22,0%	16,9%	13,2%	11,0%	3,0%	15,9%	15,6%
EBITDA / Gastos financieros netos (N° de veces)	22,88	37,77	6,23	3,80	0,86	3,03	4,47
EBITA / Gastos financieros netos (N° de veces)	18,41	29,89	3,88	2,03	-0,63	1,93	2,71
Flujo operacional / Gastos financieros netos (N° de veces)	15,09	32,44	0,11	-1,27	3,28	1,41	2,55
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,31	3,92	5,56	7,82	30,81	5,85	5,84
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,55	3,26	5,35	7,70	30,10	5,15	5,44
EBITA	24.546	20.940	14.676	11.521	-4.359	22.223	21.317
Margen EBITA (%)	17,7%	13,4%	8,2%	5,9%	-2,2%	10,1%	9,4%
Flujo operacional / deuda financiera neta (N° de veces)	42,6%	26,4%	0,3%	-4,3%	12,7%	9,0%	10,5%

¹ EBITDA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – gastos de administración + otros egresos operacionales + depreciación + amortización.

² EBITA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – gastos de administración + otros egresos operacionales + amortización.

³ Flujo de caja de la operación = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁴ Flujo de caja de inversiones = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁵ Flujo de caja de financiamiento = Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁶ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁷ Tras la aplicación de IFRS 16, los indicadores incorporaron un efecto de mayor deuda por \$4.373 millones, una mayor depreciación por \$1.070 millones y un mayor costo financiero por \$207 millones.

⁸ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / Patrimonio.

¹¹ Cobertura de gastos financieros (con EBITDA) = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros anualizados).

¹² Cobertura de gastos financieros netos (con EBITDA) = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹³ Cobertura de gastos financieros (con EBITA) = EBITA 12 meses / (Gastos financieros, anualizados).

¹⁴ Cobertura de gastos financieros netos (con EBITA) = EBITA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹⁵ Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) = Flujo operacional 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹⁶ Deuda financiera sobre EBITDA = EBITDA 12 meses / (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes).

¹⁷ Deuda financiera neta sobre EBITDA = EBITDA 12 meses / (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes).

¹⁸ Flujo operacional sobre deuda financiera neta = Flujo operacional 12 meses / (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes).

¹⁹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

²⁰ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

²¹ Servicio de la deuda (RCSA) = (Caja inicial + flujo operacional + líneas de crédito disponibles – CAPEX – impuestos – dividendos, proyectados) / Servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.