

A NRSRO Rating*

Calificación

Hospitales MAC HR A+
Hospitales MAC HR2
Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



HR A+/HR2 (Inicia)
Noviembre 2019

Fuente: HR Ratings.

Contactos

Hatsutarō Takahashi
Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS
hatsutarō.takahashi@hrratings.com

Hadie Escobar
Analista de Corporativos
hadie.escobar@hrratings.com

José Luis Cano
Director Ejecutivo de Corporativos / ABS
joseluis.cano@hrratings.com

HR Ratings asignó la calificación de HR A+ con Perspectiva Estable y HR2 para Hospitales MAC

La asignación de la calificación para Hospitales MAC se fundamenta en el crecimiento acelerado de ingresos totales (TACC de 37.1%), gracias al aumento en unidades hospitalarias, margen bruto y EBITDA, los cuales cerraron en niveles de 40.7% y 27.7% respectivamente al 3T19. Asimismo, se consideran los adecuados resultados del DSCR (Cobertura del Servicio de la Deuda) de 3.0x en promedio, causado por un servicio de la deuda reducido por la Emisión con vencimiento en cinco años y la métrica de DN/EBITDA (Deuda Neta/EBITDA) en 2.8 años, apoyada por una adecuada generación de resultados. Sin embargo, los escenarios consideran un plan de crecimiento agresivo, lo que presiona el CAPEX de mantenimiento para los próximos años y disminuye el FLE. Los principales supuestos y resultados son:

Supuestos y Resultados ¹	Escenario Base				Escenario de Estrés								
	9M18	9M19	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ventas Netas	611	798	553	697	832	1,021	1,330	1,929	2,633	978	1,224	1,670	2,305
Unidades hospitalarias	6	6	4	5	6	6	10	12	13	6	10	12	13
Margen Bruto	37.6%	40.7%	56.7%	42.2%	38.2%	40.2%	39.8%	40.7%	41.3%	39.8%	36.8%	37.2%	37.5%
Margen EBITDA	23.4%	27.7%	13.3%	25.7%	11.2%	14.7%	16.9%	17.3%	18.0%	14.1%	10.7%	12.1%	13.2%
Margen de Operación	16.3%	21.7%	12.5%	22.8%	6.4%	8.9%	12.2%	13.7%	15.2%	8.0%	5.7%	8.2%	10.2%
EBITDA	143	221	73	179	93	150	225	333	474	138	131	202	304
Flujo Libre de Efectivo*	195	124	-19	34	50	70	212	237	360	54	101	120	131
CAPEX	195	138	253	422	184	173	476	168	192	173	408	100	120
Deuda Total	344	532	132	269	428	593	1,053	1,035	1,018	593	1,053	1,035	1,018
Deuda Neta	277	463	9	221	383	554	912	889	755	567	952	963	975
Años de Pago (DN / EBITDA)	1.3	2.7	0.1	1.2	4.1	3.7	4.0	2.7	1.6	4.1	7.3	4.8	3.2
Años de Pago (DN / FLE)	2.4	(22.6)	(0.5)	6.5	7.6	7.9	4.3	3.8	2.1	10.4	9.4	8.0	7.4
DSCR**	-1.6x	-0.3x	-21.9x	1.2x	0.4x	0.9x	1.9x	2.4x	4.1x	0.7x	0.9x	1.2x	1.4x
DSCR con caja inicial	-2.3x	0.7x	-18.1x	5.5x	0.8x	1.5x	2.3x	3.9x	5.7x	1.3x	1.2x	2.2x	2.1x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T19.

*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados.

** Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico

- **Crecimiento constante en ingresos.** El modelo de negocios de Hospitales MAC, así como el potencial crecimiento de la industria, le han generado un fuerte crecimiento en unidades administradas y ventas totales. Durante el periodo de 2016 a 2018, la Empresa creció 22.7% en sus ingresos y 22.5% en sus inmuebles, iniciando en cuatro y cerrando 2018 en seis unidades hospitalarias.
- **Altos márgenes dado formato de operación.** Debido al enfoque en control de costos, la Empresa ha podido mantener en línea sus costos de ventas y gastos generales, aun teniendo un crecimiento en ventas; esto les ha permitido niveles de margen bruto y EBITDA de 45.7% y 16.7% durante 2016 a 2018.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Nuevas Aperturas.** MAC Health se encuentra en una etapa de crecimiento mediante nuevos inmuebles, por lo que se espera incrementar el número de unidades a 13 durante los siguientes cuatro años.
- **Mejora en Márgenes.** De acuerdo con el crecimiento esperado en el número de hospitales, se estima un mejor control en costos operativos y gastos generales debido a la nueva distribución que se tendría, lo que llevaría a márgenes de 16.7%.
- **Fuertes niveles de DSCR y DSCR con caja.** Por motivos de la Emisión que se realizará durante el 1Q20 y que tendrá un plazo de cinco años, el servicio de la deuda se mantendrá en niveles de fortaleza. En conjunto con lo anterior, se estima una mayor generación de FLE (crecimiento promedio de 76.5%), lo que resultaría en un DSCR y DSCR con caja promedio en 2.3x y 3.3x respectivamente.



Factores adicionales considerados

- **Curvas de maduración y de expansión.** Para los escenarios proyectados por HR Ratings, se está considerando el inicio de operaciones de siete hospitales, de los cuales tres ya se encuentran en proceso de construcción. La variación de tiempo en la curva de maduración y de expansión fue la variable que dio pie a las proyecciones, considerando que cada hospital tarda en promedio 15 meses para llegar a un punto de maduración.
- **Financiamiento por Emisión.** Hospitales MAC realizará una emisión para el fondeo de las nuevas operaciones, de los cuales P\$1,000m están considerados dentro de las estimaciones de 2019 a 2022.
- **Participación de mercado dentro del sector.** Actualmente, la Empresa tiene la estrategia de ofrecer un servicio de alta calidad, como lo hacen los hospitales privados, a precios más accesibles para el consumidor. Hospitales MAC se encuentra dentro de las cinco cadenas hospitalarias privadas más grandes dentro de México.
- **Independencia del Consejo de Administración.** El 50.0% de los consejeros miembros del Consejo de Administración son de carácter independiente, lo que fortalece la toma de decisiones dentro de la Empresa.

Factores que podrían subir la calificación

- **Maduración de nuevas aperturas.** Una vez que la Empresa lleve a cabo las aperturas planeadas y que dichas nuevas unidades muestren una maduración adecuada, se podría ver un impacto positivo dada la generación de FLE que ello implicaría. Esto considerando que el plan de crecimiento se normalizara para periodos futuros.
- **Aumento en niveles de Efectivo.** La calificación otorgada a Hospitales MAC podría subir en dado caso que los niveles de generación de FLE tuvieran un incremento por una mayor estabilidad en las cuentas del capital de trabajo, mínimas para cubrir la operación del negocio. Esto se vería impactado en los DSCR's para 2020 y 2021.

Factores que podrían bajar la calificación

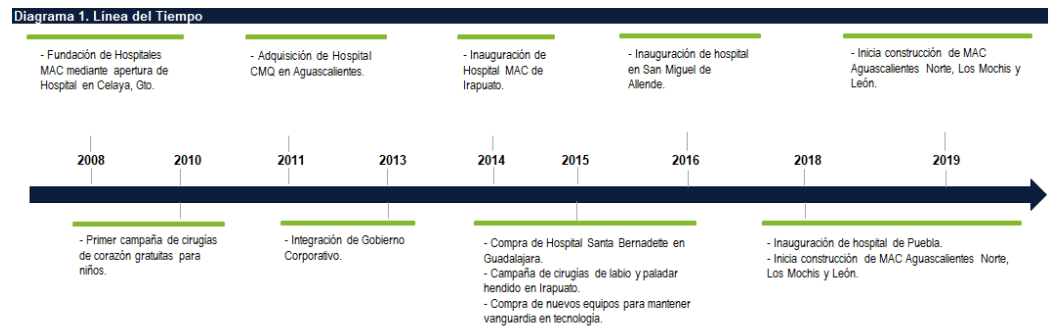
- **Curvas de maduración más extensas.** En caso de que las curvas de maduración de las unidades sean de mayor plazo, MAC Health tardará en percibir los ingresos, por lo que podría presentar una desaceleración en su crecimiento como se percibe en el escenario de estrés (33.1% TACC).
- **Contracción de márgenes.** Aunque exista una reducción en ingresos totales, los costos de operación y gastos generales siguen incurriendo al mismo nivel que en el escenario base, ya que tienen una naturaleza fija por el giro del negocio de Hospitales MAC. Sin embargo, una compresión en términos de márgenes, que llevaran al margen EBITDA por debajo de 12.5%, podría ser una variable para la baja en la calificación.
- **Presión en DSCR y DSCR con caja.** En un escenario de estrés, si existiera una menor generación de FLE (niveles de P\$102m), se incurriera a mayor financiamiento al previsto por HR Ratings (P\$1,000.0m) y/o que el perfil de vencimiento fuera menor a 5 años, las métricas de DSCR y DSCR con caja se verían presionadas (1.0x y 1.7x respectivamente) modificando la calificación a la baja.

Perfil de la Empresa

MAC Health S.A.P.I. de C.V., Hospitales MAC y/o la Empresa pertenece al sector privado de servicios hospitalarios desde junio del 2008, comenzando operaciones en Celaya, Guanajuato, y actualmente contando con seis unidades en operación, una virtual, una remodelación, una reciente adquisición y tres en proceso de construcción abarcando siete Estados de la República Mexicana. Actualmente, tiene 1,259 empleados y una capacidad instalada total de 213 habitaciones, 23 quirófanos y ocho cuartos de expulsión, cifras que se esperan aumentar con 150 cuartos más y 21 quirófanos por las nuevas unidades en construcción.

Historia

La historia de Hospitales MAC se detalla a continuación:

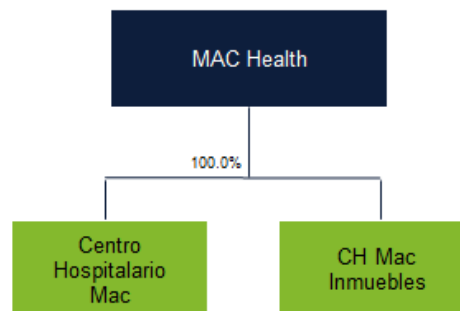


Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Estructura Corporativa

La Empresa tiene como subsidiarias a Centro Hospitalario Mac, la cual proporciona el servicio de curación, y CH Mac Inmuebles, propietaria de los inmuebles para la operación. Ambas empresas consolidan completamente en MAC Health.

Diagrama 2. Estructura Corporativa de Hospitales MAC



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Estructura Accionaria

La estructura accionaria se encuentra dividida en tres partes:

1. El 62.4% de las acciones están a cargo de Urbanizaciones Diversas.
2. Actinver Private Equity Fund participa con el 25.0%.
3. El resto de las acciones, el 12.6%, están bajo el Lic. Rubén Ayala Chaurand, consejero propietario de Hospitales MAC.

Estructura Organizacional

Consejo de Administración

El Consejo está integrado por tres consejeros propietarios y tres consejeros independientes, teniendo en promedio cinco años dentro de la Empresa. El Consejo sesiona cada trimestre para tratar asuntos de procedimientos, procesos internos y operaciones, aprovechando siempre las oportunidades de crecimiento y maximizando la rentabilidad del negocio. Es importante destacar que Hospitales Mac tiene el 50.0% de independientes dentro del Consejo, por lo que supera el porcentaje recomendado.

Tabla 1. Consejo Administrativo

Nombre	Cargo	Experiencia Laboral
Miguel Isaac Khoury Siman	Presidente del Consejo	CEO - Hospitales MAC
Rubén Ayala Chaurand	Consejero Propietario	Managing Partner - Ayala Chaurand y Asociados
Héctor Madero Rivero	Consejero Propietario	Presidente del Consejo - Grupo Financiero Actinver
Ramiro Pérez Azaldo	Consejero Independiente	VP Ventas Internacionales - Grupo Mabe
Eduardo Francisco Solorzano Morelos	Consejero Independiente	CEO - Lafon Launay Cosmetics
Carlos Hernández Artigas	Consejero Independiente	CEO - iinside

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa.

Comités de Trabajo

MAC Health cuenta con siete comités, los cuales trabajan en conjunto con el Director General, quien supervisa a seis directores, para ejecutar el plan operativo de la Empresa. Los principales objetivos de cada Comité de detallan en la Tabla 2.

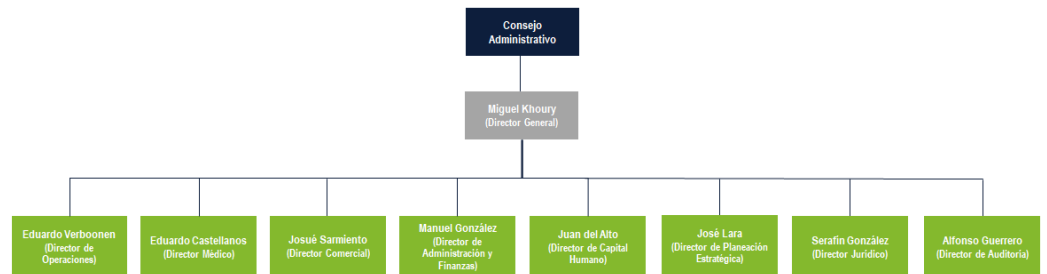
Comité	Función / Objetivos	Miembros	Sesiones
Estrategia y Crecimiento	Proponer y autorizar estrategias de crecimiento y localidades para nuevas unidades hospitalarias.	- Director General - Consejero Propietario - Consejero Suplente - Consejero Suplente	Anual
Auditoría	Mantener integridad y transparencia en el manejo del patrimonio y recursos de la Empresa.	- Director de Auditoría - Director de Finanzas - Consejero Suplente	Anual y por evento
Ética	Mantener un código de ética vigente a las necesidades de la Empresa, vigilar su uso y aplicación continua.	- Director General - Director de Finanzas - Director de Auditoría - Consejero Suplente	Trimestral y anual
Compensaciones	Revisar y proponer al Consejo las compensaciones anuales.	- Director General - Director de Finanzas - Director de Auditoría - Consejero Suplente	Cierre de cada año fiscal
Ejecutivo	Revisar presupuestos y vigilar cumplimiento.	- Director General - Director de Finanzas - Director de Auditoría - Consejero Suplente	Mensual
Calidad y Seguridad	Salvaguardar la calidad y seguridad de los procedimiento e instalaciones físicas de las unidades.	- Director General - Director de Finanzas - Director de Auditoría - Consejero Suplente	Semestral
Bioética	Mantener en estado óptimo y funcional los equipos médicos, al igual que las renovaciones de los mismos.	- Director General - Director de Finanzas - Director de Auditoría - Consejero Suplente	Trimestral

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa.

Organigrama

La estructura corporativa de Hospitales MAC está conformada por siete directores que tienen en promedio 27 años de experiencia laboral, lo cual es considerado por HR Ratings como una fortaleza.

Diagrama 3. Organigrama



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Portafolio Actual

Actualmente, Centro Hospitalario Mac cuenta con seis operaciones en Aguascalientes, Guanajuato, Jalisco y Puebla. Las unidades mantienen un parecido entre sí, dado que en número de habitaciones son similares, y el modelo de consultorios se réplica en mayor o menor medida en cada una de ellas. Del portafolio actual, únicamente San Miguel y Puebla se mantienen en una curva de maduración, por lo que el resto de las unidades están altamente estabilizadas.

Tabla 3. Unidades Actuales						
	Aguascalientes	Celaya	Guadalajara	Irapuato	San Miguel	Puebla
Habitaciones	41	25	28	38	34	47
Consultorios	80	87 + 130 en construcción	20	172	54	500
Médicos	110	95	40	210	70	500
Quirófanos	7 + 1 de expulsión	3 + 2 de expulsión	3 + 1 de expulsión	3 + 1 de expulsión	2 + 1 de expulsión	5 + 2 de expulsión
Inicio de Operaciones	Ago-11	Feb-08	Jul-15	Jul-14	Jun-17	Feb-18

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Futuras Aperturas, Adquisiciones y Remodelaciones

Para los próximos años, Hospitales MAC tiene como objetivo la apertura de nueve hospitales más en Sinaloa, Baja California, Ciudad de México, Guanajuato y Nuevo León. Dos de ellos en construcción, uno en Los Mochis y otro en Aguascalientes Norte, se espera que inicien operaciones en 2020, mientras que la expansión del hospital en Guadalajara se espera que termine en el 2T20, la cual tiene una duración programada de seis meses.

Por otro lado, las unidades hospitalarias número 14 y 15 todavía no tienen definida la fecha en que iniciarán operaciones ni la capacidad instalada.

Tabla 4. Adquisiciones			
	Habitaciones	Quirófanos + Cuartos expulsión	Inicio de Operaciones
Expansión Guadalajara	41	7	Jun-20
Aguascalientes Norte	43	6 + 2	Dic-20
Los Mochis	44	2 + 2	Mar-20
León	43	6 + 2	Jun-22
Mexicali	40	4 + 2	Mar-20
CDMX	40	4 + 2	Sep-20
Culiacán	40	4 + 2	Jul-21
Monterrey	40	4 + 2	Feb-21
UH14	-	-	-
UH15	-	-	-

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Servicios

Dentro de las seis unidades hospitalarias de la Empresa existen 11 áreas principales de atención que ofrecen diversos servicios, como los siguientes:

Concepto	% respecto a ingresos totales
Hospitalización	66.0%
Cuidados Intensivos (Adultos)	3.2%
Cuidados Intensivos (Neonatal)	0.6%
Quirófano	13.0%
Urgencias	2.3%
Rayos X	1.3%
Resonancia Magnética	0.7%
TAC	1.1%
Ultrasonido	0.6%
Densometría Ósea	0.1%
Medicina nuclear	0.0%
Mastografía	0.1%
Endoscopia	0.6%
Hemodialisis	0.8%
Hemodinamia	4.3%
Laboratorio	3.3%
Banco de Sangre	0.6%

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Además, la Empresa percibe ingresos por las cafeterías que opera dentro de los hospitales, los cuales representan menos del 1.0% del total de ingresos.

Insumos

La Empresa tiene como principales insumos los medicamentos y consumibles hospitalarios, arrendamiento de equipo médico de Siemens y Mindray, servicios administrativos, arrendamiento de hospitales y honorarios médicos.

Al 3T19, cuentan con más 2,500 skus para medicinas, de los cuales 1,500 skus están dentro del cuadro básico de consumo farmacológico. Es importante mencionar que todos los medicamentos que utilizan para la operación del negocio tienen algún sustituto de otro laboratorio.

Por parte de los consumibles hospitalarios, utilizan más de 15,000 artículos en los procedimientos quirúrgicos, que al igual que los medicamentos tienen un sustituto reemplazable dentro del negocio.

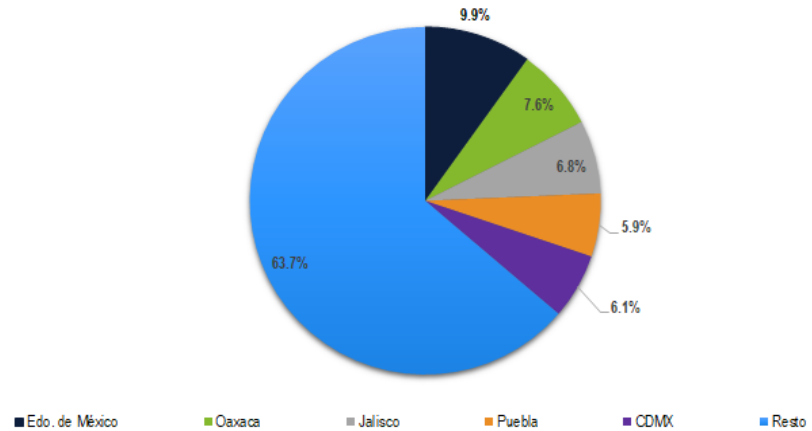
Clientes

MAC Health mantiene tres tipos de clientes: aseguradoras, pacientes privados y gobierno, lo cual le permite tener un mayor alcance en el mercado y al consumidor final. La Empresa cuenta con alianzas estratégicas con universidades, aseguradoras y organizaciones gubernamentales como PEMEX, IMSS y Banrural. Su mercado meta se centra en niveles socioeconómicos B y D+, lo cual les permite un alcance del 56% de la población de México.

Características de la Industria

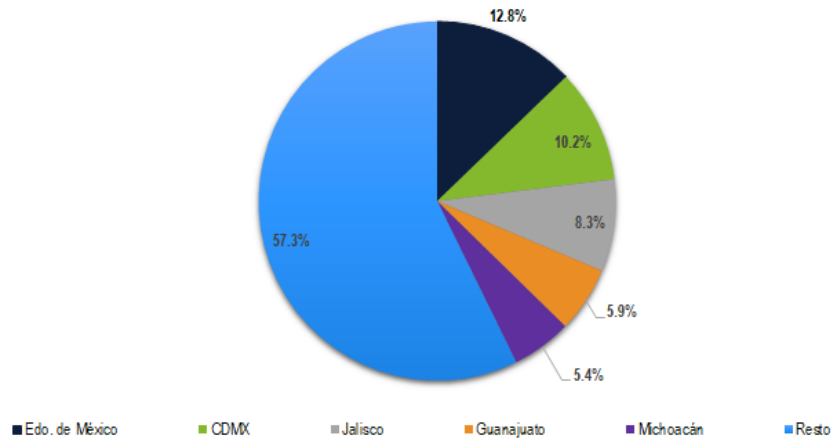
México ofrece servicios de salud que suman 7,866 hospitales, siendo 5,253 dentro del sector público y 2,613 del privado. A continuación, se muestra la participación de los principales Estados con mayor número de centro médicos en total y en el ramo privado.

Gráfica 1. Hospitales Públicos y Privados



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Gráfica 2. Hospitales Privados



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

El sector privado dentro del país se concentra en cinco cadenas hospitalarias principales, una de ellas Hospitales MAC con seis unidades activas, un hospital virtual, una remodelación, una reciente adquisición y tres en construcción. La principal competencia se mantiene en cuatro grupos, los cuales mantienen un enfoque similar a Hospitales MAC.

Tabla 6. Competencia

Grupo	Total de Unidades	Interior de la República
Ángeles	25	15
Star Médica	14	10
Muguerza	11	11
Español	7	6

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Riesgos

La Empresa busca cubrir sus principales riesgos vía la utilización de pólizas de seguro, las cuales amparan tanto a los hospitales como a los trabajadores de casos no previstos. Los principales riesgos que cubren son:

Tabla 7. Principales riesgos asegurados

Riesgo	Impacto	Cobertura
Negligencia médica	Cualquier falla o desperfecto en el equipo médico utilizado en cualquiera de nuestras instalaciones y/o cualquier error por parte del personal profesional en el uso de dicho equipo o durante alguna práctica laboral podría tener como consecuencia un resultado desfavorable en el tratamiento de los pacientes, lesiones o muerte. Lo anterior podría perjudicar la reputación y marca de Hospitales MAC, incurriendo en gastos legales e impactando la situación financiera de la Empresa.	Seguro de responsabilidad civil y de responsabilidad profesional
Regulaciones ambientales y de salubridad	De acuerdo al giro de Hospitales MAC, existen regulaciones a nivel federal, estatal y municipal sobre: tratamiento de residuos biológico-infecciosos, ingeniería sanitaria de los servicios de radioterapia, funcionamiento de los laboratorios clínicos, práctica de la anestesiología, hemodiálisis y cirugía; las cuales pueden cambiar y provocar la imposición de multas o revocación de licencias a la Empresa si no se adoptan correcta y rápidamente.	

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa.

Evolución de Resultados

Ingresos

En los primeros 9M19, los ingresos de Hospitales MAC aumentaron 30.6%, cerrando en P\$798m (vs. P\$611m en los 9M18), principalmente por el término de maduración de la unidad de Puebla, la cual inició operaciones en febrero del 2018. En promedio, la curva de maduración de una unidad hospitalaria es de 15 meses a partir del término de construcción, el cual normalmente dura 18 meses dependiendo si ya existe parte de la propiedad. Los precios de los servicios ofertados se mantienen en el mismo ticket promedio para todas las unidades.

EBITDA y Márgenes Operativos

La generación de EBITDA para los 9M19 fue de P\$221m (vs. P\$143m a los 9M18), incrementando 54.5%. El margen EBITDA fue de 27.7% para los 9M19 (vs. 23.4% 9M18), lo que reflejó un mejor control de costos de ventas y una absorción de gastos generales debido a las operaciones de los seis hospitales vigentes al 100%, teniendo

una mejor proporción de costos y gastos sobre ingresos de 59.3% y 13.0% (vs. 62.4% y 14.2% respectivamente en los 9M18).

Flujo Libre de Efectivo

El FLE decreció hasta llegar a niveles de -P\$20m a los 9M19 (vs. P\$1177m a los 9M18), lo cual se debió a una salida de efectivo por parte del concepto de otras cuentas por cobrar dentro del capital de trabajo. A su vez, el capital de trabajo pasó de P\$79m a los 9M18 a -P\$67m a los 9M19, por un desembolso de P\$40m principalmente en depósitos de garantía. Las cuentas por cobrar incrementaron 13.3% por un retraso en el cobro, pasando de 56 a 67 días, debido al manejo de políticas con los clientes del sector gobierno (e.g. PEMEX) donde pueden llegar a pasar hasta ocho meses para el cobro del servicio otorgado. Por su parte, la cuenta de inventarios tuvo un ligero decremento, con una rotación de 10 días (vs. 11 días en los 9M18) y las cuentas por pagar aumentaron causado por un mayor plazo de pagos a los proveedores de 31 días (vs. 28 días 9M18).

Perfil de Deuda

Al 3T19, la deuda total de Hospitales MAC se incrementó 54.5%, cerrando en P\$532m (vs. P\$344m 3T18). La totalidad de la deuda se encuentra en pesos mexicanos, con el 53.6% en tasa fija y 46.4% en tasa variable. Actualmente, el 16.2% (vs. 9.8% al 3T18) es deuda a corto plazo. De acuerdo con los niveles de caja observados, la deuda neta en el 3T19 es de P\$463m (P\$277m al 3T18), resultando en un DSCR y DSCR con caja para 9M19 de -0.3x y 0.7x respectivamente (vs. -1.6x y -2.3x en 9M18). Los Años de Pago a FLE y EBITDA fueron de -22.6 y 2.7 (vs. 2.4 y 1.3 años a los 9M18). La razón de que las métricas de DSCR y Años de Pago a FLE a los 9M19 sean negativos, es resultado de una generación negativa de FLE para ese periodo. Esperaríamos que con la nueva emisión a realizarse por la Empresa la totalidad de las líneas serían pagadas, por lo que únicamente se mantendría la deuda bursátil.

A continuación, se muestran las líneas de crédito disponibles.

Tabla 8. Líneas de Crédito al 3T19						
Tipo de Deuda		Monto Autorizado*	Saldo Insoluto*	Tasa	Vencimiento	
Bancaria	Línea 1	\$ 100	\$ 50	TIIE + 4%	ene-24	
	Línea 2	\$ 50	\$ 39	TIIE + 3.5%	jul-25	
	Línea 3	\$ 16	\$ 16	11.5%	oct-27	
	Línea 4	\$ 22	\$ 22	11.5%	oct-27	
	Línea 5	\$ 9	\$ 9	11.5%	oct-27	
	Línea 6	\$ 8	\$ 8	11.5%	oct-27	
	Línea 7	\$ 25	\$ 22	12.3%	oct-24	
	Línea 8	\$ 13	\$ 12	2.0%	oct-24	
	Línea 9	\$ 15	\$ 14	12.1%	oct-24	
	Línea 10	\$ 8	\$ 7	12.1%	oct-24	
	Línea 11	\$ 40	\$ 38	TIIE + 3.5%	oct-24	
	Línea 12	\$ 39	\$ 38	TIIE + 3.5%	oct-24	
Total		\$ 345	\$ 275			

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

* Cifras en millones de pesos.

Instrumentos Derivados

La Empresa cuenta con cuatro tipos de derivados con cobertura a tasas de interés para brindar soporte a sus operaciones y reducir el riesgo de adquisición de deuda con propósitos de crecimiento, los cuales tienen una cobertura por P\$80m. Los tres contratos de swaps fueron celebrados con Grupo Financiero Actinver por P\$60m, P\$40m y P\$39m; mientras que el contrato de CAP se llevó a cabo con Banregio por P\$93m. A continuación, se muestran los vencimientos y tasas fijadas de cada instrumento:

Nominal (MXN)*	Tipo de Derivado	Fecha de inicio	Fecha de vencimiento	Finalidad	Tasa fija
60.0	SWAP	nov-18	nov-25	Cobertura tasa de interés	9.06%
40.0	SWAP	jul-18	jul-24		8.19%
39.0	SWAP	ago-18	oct-24		8.20%
92.5	Opción de compra	oct-14	oct-19		8.00%
231.5					

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa al 3T19.

*Cifras en millones de pesos.

Análisis de Escenarios

El análisis de riesgos realizado por HR Ratings sobre las principales métricas financieras, tiene como propósito determinar la capacidad de pago de Hospitales MAC contemplando dos escenarios: base y estrés. Estos escenarios tienen como base los planes de negocios y estrategias comerciales de la Empresa. A continuación, se muestra una tabla comparativa de los principales resultados y supuestos considerados en las proyecciones en ambos escenarios que abarcan desde el 4T19 al 4T22.

	9M18	9M19	2016	2017	2018	2019P	Escenario Base				Escenario de Estrés			
							2020P	2021P	2022P	2019P	2020P	2021P	2022P	
Ventas Netas	611	798	553	697	832	1,021	1,330	1,929	2,633	978	1,224	1,670	2,305	
Unidades hospitalarias	6	6	4	5	6	6	10	12	13	6	10	12	13	
Margen Bruto	37.6%	40.7%	56.7%	42.2%	38.2%	40.2%	39.8%	40.7%	41.3%	39.8%	36.8%	37.2%	37.5%	
Margen EBITDA	23.4%	27.7%	13.3%	25.7%	11.2%	14.7%	16.9%	17.3%	18.0%	14.1%	10.7%	12.1%	13.2%	
Margen de Operación	16.3%	21.7%	12.5%	22.8%	6.4%	8.9%	12.2%	13.7%	15.2%	8.0%	5.7%	8.2%	10.2%	
EBITDA	143	221	73	179	93	150	225	333	474	138	131	202	304	
Flujo Libre de Efectivo*	195	124	-19	34	50	122	180	249	378	111	44	119	131	
CAPEX	195	138	253	422	184	173	476	168	192	173	408	100	120	
Deuda Total	344	532	132	269	428	523	1,000	1,000	1,000	523	1,000	1,000	1,000	
Deuda Neta	277	463	9	221	383	501	888	851	697	509	949	959	970	
Años de Pago (DN / EBITDA)	1.3	2.7	0.1	1.2	4.1	3.3	3.9	2.6	1.5	3.7	7.2	4.8	3.2	
Años de Pago (DN / FLE)	2.4	(22.6)	(0.5)	6.5	7.6	4.1	4.9	3.4	1.8	4.6	21.7	8.0	7.4	
DSCR**	-1.6x	-0.3x	-21.9x	1.2x	0.4x	1.6x	1.7x	3.2x	5.4x	1.4x	0.4x	1.5x	1.7x	
DSCR con caja inicial	-2.3x	0.7x	-18.1x	5.5x	0.8x	2.2x	1.9x	4.6x	7.5x	2.0x	0.5x	2.1x	2.2x	

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T19.

*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados.

** Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.



Ingresos

Las proyecciones de ventas netas para el periodo de 2019 a 2022 reflejan una TACC (Tasa Anual Compuesta de Crecimiento) de 37.1%, principalmente causado por el aumento de unidades hospitalarias. Se estima que para 2020 inicien operaciones cuatro hospitales, para el 2021 dos más, y para 2022 uno más, cerrando en 13 hospitales. Al igual que las estimaciones de la Empresa, se tomó en consideración la curva de maduración de 15 meses una vez terminada la construcción de cada inmueble y la curva de expansión de seis meses. Para el 2019, los ingresos serán de P\$1,021m, P\$1,330m en 2020, P\$1,929m en 2021 y P\$2,633m en 2022; mostrando un crecimiento de para cada año de 22.6%, 30.3%, 45.0% y 36.5% respectivamente.

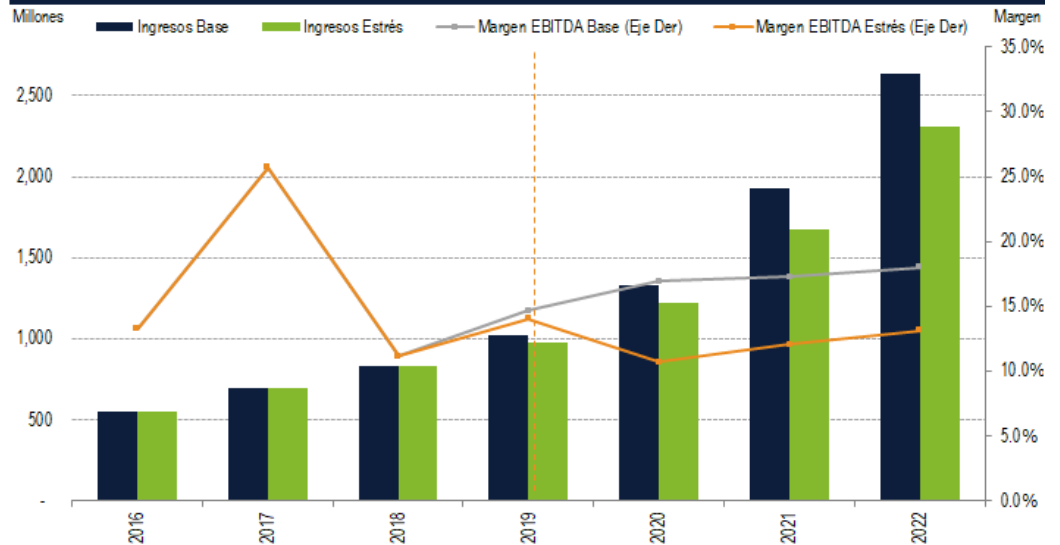
En contraste con lo anterior, en un entorno con condiciones económicas adversas (escenario estrés), las estimaciones tomaron en cuenta los mismos proyectos de apertura, pero con curvas de maduración más largas de 21 meses para inicio de operaciones y nueve meses para la expansión de Guadalajara, así como un crecimiento más desacelerado para los hospitales ya existentes. Los ingresos para 2019 son de P\$978m, P\$1,224m para 2020, P\$1,670 para 2021 y P\$2,305m para 2022 reflejando una TACC de 33.1%.

EBITDA y Márgenes Operativos

La generación de EBITDA que se pronostica en el escenario base para los siguientes cuatro años (2019-2022) es de P\$150m, P\$225m, P\$333m y P\$474m. Lo anterior resultado de un mejor control de costos de operación y un ligero aumento de gastos generales debido al incremento de hospitales. La relación, en promedio, de costo de ventas sobre ingresos es de 59.5%, mientras que la razón de los gastos generales sobre ingresos es de 23.8%, mostrando un margen EBITDA para 2019 de 14.7%, 16.9% para 2020, 17.3% para 2021 y 18.0% para 2022. Esto se mantendría en un rango adecuado para la industria.

Por otro lado, en el escenario de estrés, se espera un incremento en los costos de operación, aún cuando existe una reducción por parte de las ventas netas. La incurrancia de éstos se debe a que son de una naturaleza casi fija, ya que son necesarios para operar la unidad hospitalaria aun cuando no se esté teniendo la curva de maduración prevista. Los gastos generales, por su parte, estarían aumentando de acuerdo con el crecimiento operativo planeado. Lo anterior da resultado a márgenes EBITDA de 14.1%, 10.7%, 12.1% y 13.2% para el periodo comprendido entre 2019 a 2022.

Gráfica 3. Ventas Netas vs. Margen EBITDA (Escenario Base y Estrés)*



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

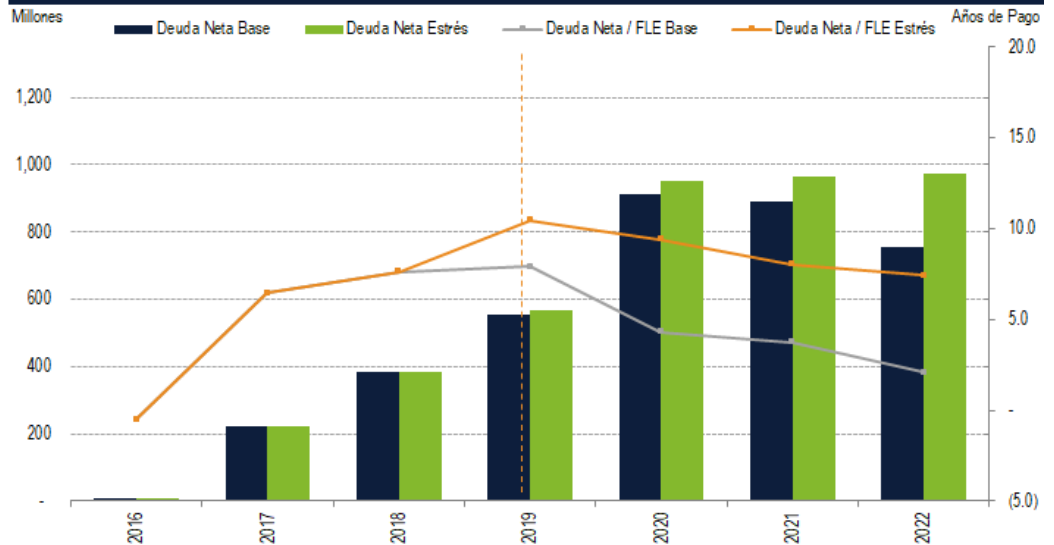
*Cifras en pesos mexicanos.

Flujo Libre de Efectivo

Para los próximos años se espera una generación de FLE en niveles de P\$70m en 2019, P\$212m en 2020, P\$237m en 2021 y P\$360m en 2022, producto de un fuerte desempeño operativo y mejora de capital de trabajo llegando a niveles de -P\$1m, en promedio para los próximos cuatro años. La razón de un capital de trabajo casi positivo se debe, principalmente, al aumento de cuentas por cobrar causado por los servicios otorgados a los clientes del sector gobierno y la tardanza en pago por ellos, siendo en promedio 48 días de cuentas por cobrar a clientes. Por otro lado, los días de inventarios y proveedores se mantendrían al mismo nivel, 11 y 32 días respectivamente, con un incremento de acuerdo con los resultados operativos estimados para cada año.

En el escenario de estrés, se estima una generación de FLE de P\$54m en 2019, P\$101m en 2020, P\$120m en 2021 y P\$131m en 2022. El FLE se ve reducido debido a los resultados en ingresos y a las cuentas del capital de trabajo, que reflejan el mismo pronóstico sobre la tardanza en cuentas por cobrar por los servicios otorgados al sector gobierno creciendo a 52 días para cobranza a clientes, la cuenta de inventario aumentó sus días de rotación a 12 días y los proveedores sufrieron una reducción en el plazo de días por pagar a 30.

Gráfica 4. Deuda Neta vs. FLE (Escenario Base y Estrés)*



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*Cifras en pesos mexicanos.

Niveles de Financiamiento

Para el periodo de proyección, para ambos escenarios, se estima que Hospitales MAC lleve a cabo una emisión bullet por P\$1,000m por cinco años, con el objetivo de liquidar su deuda existente y aumentar su inversión en CAPEX. Para el 1T20, de la nueva emisión P\$532m serían para amortizar la deuda total actual y el resto serán inversión para CAPEX para los siguientes periodos. La segunda parte de la emisión será por P\$500m los cuales serán utilizados para inversión en PPE (Propiedad, Planta y Equipo), una vez que se haya consumido el CAPEX anterior.

Debido a lo anterior, en el escenario base, la deuda total para los siguientes cuatro años sería de P\$1,000m y la deuda neta para 2019 sería de P\$554m, P\$912m para 2020, P\$889m para 2021, y P\$755m para 2022. De acuerdo con la generación de FLE esperado para los próximos tres años, las métricas de DSCR serían de 0.9x en 2019, 1.7x en 2020, 3.2x en 2021 y 5.4x en 2022. El DSCR con caja estaría en niveles de 2.2x en 2019, 1.9x en 2020, 2.4x en 2021 y 4.1x en 2022, lo que contempla que la Empresa mantenga niveles de efectivo menores a P\$305m. Las métricas de Años de Pago a FLE y Años de Pago a EBITDA se mantendrían en rangos entre 2.1x a 7.9x y 1.6x a 4.0x, respectivamente.

Por su parte en el escenario de estrés, se tendría una deuda neta de P\$567m, P\$952m, P\$963m y P\$975m, respectivamente para cada año. A su vez, se espera que la métrica de DSCR sea de 0.7x en 2019, 0.9x en 2020, 1.2x en 2021 y 1.4x en 2022. La métrica de DSCR con caja sería de 1.3x para 2019, 1.2x en 2020, 2.2x para 2021, y 2.1 para 2022, pronosticando niveles de caja menores a P\$101m. Las métricas de Años de Pago a FLE y Años de Pago a EBITDA se mantendrían en rangos entre 7.4x a 10.4x y 4.1x a 7.3x, respectivamente.



Credit
Rating
Agency

Hospitales MAC

MAC Health S.A.P.I. de C.V.

HR A+
HR2

Corporativos
7 de noviembre del 2019

A NRSRO Rating*

Anexo - Escenario Base

Mac Health (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVOS TOTALES	1,017	1,393	1,653	1,783	2,335	2,498	2,771	1,620	1,965
Activo Circulante	291	226	217	119	304	365	517	309	349
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	123	48	46	22	112	149	303	67	68
Cuentas por Cobrar a Clientes	73	110	100	12	84	86	65	172	195
Otros Cuentas por Cobrar ¹	23	21	20	29	33	37	42	3	28
Inventarios	13	14	16	17	33	47	58	16	19
Otros Activos Circulantes ²	60	33	35	39	42	46	50	50	38
Activos no Circulantes	726	1,167	1,436	1,664	2,030	2,133	2,255	1,311	1,616
Inversiones en Acciones	1	0	0	11	11	11	11	11	4
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	721	1,144	1,408	1,522	1,934	2,034	2,151	1,296	1,498
Crédito Mercantil	3	0	0	0	50	50	50	0	0
Impuestos Diferidos	0	19	25	27	29	32	34	0	0
Otros Activos No Circulantes ³	0	4	4	105	6	7	8	5	114
PASIVOS TOTALES	230	301	472	585	1,073	1,107	1,149	500	703
Pasivo Circulante	109	135	71	95	73	106	149	172	257
Pasivo con Costo	24	104	35	34	0	0	0	34	86
Proveedores	15	26	26	51	59	88	125	48	66
Impuestos por Pagar	15	3	4	5	7	10	13	38	18
Otros Pasivos Circulantes ⁴	56	3	6	6	7	8	10	52	88
Pasivos no Circulantes	120	165	401	490	1,000	1,000	1,000	328	446
Pasivo con Costo	108	165	393	490	1,000	1,000	1,000	310	446
Otros Pasivos No Circulantes ⁵	12	0	8	0	0	0	0	18	0
CAPITAL CONTABLE	788	1,093	1,181	1,199	1,261	1,392	1,622	1,120	1,262
Capital Contribuido	304	484	484	484	484	484	484	484	484
Utilidades Acumuladas	443	497	681	683	715	777	908	589	683
Utilidad del Ejercicio	41	112	17	32	62	131	230	47	95
Deuda Total	132	269	428	523	1,000	1,000	1,000	344	532
Deuda Neta	9	221	383	501	888	851	697	277	463
Días Cuenta por Cobrar Clientes	48	57	57	59	44	42	39	56	67
Días Inventario	19	12	11	10	11	11	10	11	10
Días por Pagar Proveedores	22	23	28	35	30	32	31	28	31

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Bakertilly.

Proyecciones a partir del 4T19.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

¹ Incluye cuentas por cobrar a partes relacionadas y otras.

² Incluye impuestos por recuperar, IVA, pagos anticipados e instrumentos financieros derivados.

³ Incluye depósitos en garantía y activos mantenidos para su venta.

⁴ Incluye anticipos de clientes, partes relacionadas e instrumentos financieros derivados.

⁵ Incluye impuestos sobre la renta diferidos y beneficio a empleados.

A NRSRO Rating*

Mac Health (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
Ventas Netas	553	697	832	1,021	1,330	1,929	2,633	611	798
Ingresos Totales	575	727	883	1,082	1,383	2,012	2,746	638	847
Descuentos, rebajas y devoluciones	-21	-30	-50	-61	-53	-83	-113	-27	-49
Costos de Operación	240	403	514	610	800	1,144	1,547	381	473
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	314	294	318	411	530	785	1,086	230	324
Gastos de Generales	240	115	225	261	305	451	612	87	104
UOPADA (EBITDA)	73	179	93	150	225	333	474	143	221
Depreciación y Amortización	4	20	40	59	63	69	75	43	48
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	69	159	53	91	162	265	399	100	173
Otros ingresos generales y (gastos) netos ¹	-2	-65	-15	0	0	0	0	0	0
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	67	94	38	91	162	265	399	100	173
Ingresos por Intereses	1	5	10	11	16	14	19	0	0
Intereses Pagados	2	10	29	53	88	93	89	27	43
Otros Gastos Financieros	6	0	0	4	0	0	0	0	4
Ingreso Financiero Neto	-7	-5	-19	-46	-73	-78	-70	-27	-47
Resultado Cambiario	0	-2	-0	0	0	0	0	0	0
Resultado Integral de Financiamiento	-7	-7	-19	-46	-73	-78	-70	-27	-47
Utilidad antes de Impuestos	60	87	19	45	89	186	329	73	126
Impuestos sobre la Utilidad	19	-25	2	13	27	56	99	25	31
Impuestos Causados	7	6	5	13	27	56	99	25	31
Impuestos Diferidos	12	-31	-3	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	41	112	17	32	62	131	230	47	95
<i>Cifras UDM</i>								<i>Cifras 9M</i>	
Número de unidades hospitalarias	4	5	6	6	10	12	13	6	6
Cambio en Ventas (%)	N/A	25.9%	19.5%	22.6%	30.3%	45.0%	36.5%	38.4%	30.6%
Margen Bruto	56.7%	42.2%	38.2%	40.2%	39.8%	40.7%	41.3%	37.6%	40.7%
Margen EBITDA	13.3%	25.7%	11.2%	14.7%	16.9%	17.3%	18.0%	23.4%	27.7%
Tasa de Depreciación (%)	0.6%	1.8%	2.8%	3.9%	3.3%	3.4%	3.5%	3.3%	3.2%
Tasa de Impuestos (%)	32.3%	-29.0%	10.0%	28.4%	30.0%	30.0%	30.0%	34.9%	24.6%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	2.0	0.5	0.5
Retorno sobre Capital Empleado (%)	46.7%	3.9%	3.9%	5.8%	8.9%	12.5%	17.7%	9.1%	8.0%
Tasa Pasiva**	6.4%	12.8%	10.0%	11.1%	9.8%	9.3%	8.9%	11.9%	10.0%
Tasa Activa***	2.1%	7.3%	5.8%	5.8%	5.3%	5.2%	5.1%	1.6%	4.2%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Bakertilly.

Proyecciones a partir del 4T19.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Cálculo anualizado. Sumatoria de intereses pagados UDM / (Promedio de deuda total UDM/12)*15

*** Cálculo anualizado. Sumatoria de intereses ganados UDM / (Promedio de caja+cuentas por cobrar UDM/12)*15

¹ Costo por venta/baja de activos fijos.

A NRSRO Rating*

Mac Health (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18**	9M19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	60	87	19	45	89	186	329	73	126
Depreciación y Amortización	4	20	40	59	63	69	75	43	48
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	-0	-0	-12	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	-4	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-1	-5	-10	-11	-16	-14	-19	0	0
Otras Partidas de Inversión ¹	17	2	0	0	0	0	0	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	15	17	18	48	48	54	56	43	48
Intereses Devengados	2	10	29	53	88	93	89	27	43
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	-0	3	0	0	0	0	3
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	2	10	29	57	88	93	89	27	46
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	78	114	65	150	225	333	474	143	220
Decremento (Incremento) en Clientes	-22	-39	0	88	-72	-1	21	-62	-95
Decremento (Incremento) en Inventarios	1	-1	-2	-2	-16	-15	-10	-2	-3
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-23	-17	5	-116	90	-11	-13	20	-96
Incremento (Decremento) en Proveedores	-61	11	-0	26	8	29	37	23	40
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	14	-10	11	-8	3	5	5	102	88
Capital de trabajo	-91	-56	14	-11	13	6	40	79	-67
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-3	-13	-9	13	-27	-56	-99	-6	-5
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-95	-70	5	2	-13	-50	-58	74	-72
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-17	44	70	152	212	284	416	216	148
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-251	-487	-211	-173	-476	-168	-192	-195	-138
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	2	65	27	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	1	5	10	11	16	14	19	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-249	-425	-191	-169	-510	-154	-173	-195	-138
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-266	-381	-121	-17	-299	130	243	22	10
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	132	227	283	104	1,000	0	0	75	104
Amortización de Financiamientos Bancarios y Otros Financiamiento	-21	-90	-124	-8	-523	0	0	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	-2	-10	-29	-53	-88	-93	-89	-27	-43
Financiamiento "Ajeno"	110	127	130	42	389	-93	-89	48	61
Prima en Venta de Acciones	200	162	0	0	0	0	0	0	0
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	78	18	0	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas ²	-2	-1	-12	-48	0	0	0	-50	-48
Financiamiento "Propio"	276	179	-12	-48	0	0	0	-50	-48
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	385	306	118	-6	389	-93	-89	-2	13
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	120	-75	-3	-24	90	37	154	19	23
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	3	123	48	46	22	112	149	48	46
Efectivo y equiv. al final del Periodo	123	48	46	22	112	149	303	67	68
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	-2	-10	-20	-29	-32	-34	-37	-29	-22
Flujo Libre de Efectivo	-19	34	50	122	180	249	378	117	-20
Amortización de Deuda	21	90	124	8	523	0	0	-124	-124
Revolvenca automática	-21	-66	-20	27	-489	0	0	20	158
Amortización de Deuda Final	0	24	104	35	34	0	0	-104	34
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	1	5	19	42	73	78	70	32	34
Servicio de la Deuda	1	29	123	78	106	78	70	-72	68
DSCR	(21.9)	1.2	0.4	1.6	1.7	3.2	5.4	(1.6)	(0.3)
Caja Inicial Disponible	3	123	48	46	22	112	149	48	67
DSCR con Caja Inicial	(18.1)	5.5	0.8	2.2	1.9	4.6	7.5	(2.3)	0.7
Deuda Neta a FLE	(0.5)	6.5	7.6	4.1	4.9	3.4	1.8	2.4	(22.6)
Deuda Neta a EBITDA	0.1	1.2	4.1	3.3	3.9	2.6	1.5	1.3	2.7

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Bakertilly.

Proyecciones a partir del 4T19.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** DSCR, DSCR con caja, DN / FLE y DN / EBITDA fueron calculados con la amortización de deuda y revolvenca automática de 2018, y la caja final disponible de 2017.

¹ Baja de Gastos de Instalación.

² Déficit adquirido por escisión de CH Mac e Inmuebles, S.A.P.I de C.V.

Anexo - Escenario de Estrés

Mac Health (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVOS TOTALES	1,017	1,393	1,653	1,775	2,282	2,364	2,528	1,620	1,965
Activo Circulante	291	226	217	111	317	360	469	309	349
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	123	48	46	14	51	41	30	67	68
Cuentas por Cobrar a Clientes	73	110	100	13	145	171	253	172	195
Otros Cuentas por Cobrar ¹	23	21	20	30	40	52	68	3	28
Inventarios	13	14	16	15	38	50	68	16	19
Otras Activos Circulantes ²	60	33	35	39	42	46	50	50	38
Activos no Circulantes	726	1,167	1,436	1,664	1,965	2,004	2,059	1,311	1,616
Inversiones en Acciones	1	0	0	11	11	11	11	11	4
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	721	1,144	1,408	1,522	1,868	1,903	1,953	1,296	1,498
Crédito Mercantil	3	0	0	0	50	50	50	0	0
Impuestos Diferidos	0	19	25	27	29	32	34	0	0
Otros Activos No Circulantes ³	0	4	4	105	6	8	10	5	114
PASIVOS TOTALES	230	301	472	585	1,096	1,139	1,194	500	703
Pasivo Circulante	109	135	71	96	95	139	193	172	257
Pasivo con Costo	24	104	35	34	0	0	0	34	86
Proveedores	15	26	26	52	82	121	170	48	66
Impuestos por Pagar	15	3	4	5	7	10	13	38	18
Otros Pasivos Circulantes ⁴	56	3	6	6	7	8	10	52	88
Pasivos no Circulantes	120	165	401	490	1,000	1,000	1,000	328	446
Pasivo con Costo	108	165	393	490	1,000	1,000	1,000	310	446
Otros Pasivos No Circulantes ⁵	12	0	8	0	0	0	0	18	0
CAPITAL CONTABLE	788	1,093	1,181	1,189	1,186	1,224	1,334	1,120	1,262
Capital Contribuido	304	484	484	484	484	484	484	484	484
Utilidades Acumuladas	443	497	681	683	705	702	740	589	683
Utilidad del Ejercicio	41	112	17	23	-3	38	110	47	95
Deuda Total	132	269	428	523	1,000	1,000	1,000	344	532
Deuda Neta	9	221	383	509	949	959	970	277	463
Días Cuenta por Cobrar Clientes	48	57	57	62	49	48	43	56	67
Días Inventario	19	12	11	10	14	13	12	11	10
Días por Pagar Proveedores	22	23	28	36	27	29	29	28	31

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Bakertilly.

Proyecciones a partir del 4T19.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

¹ Incluye cuentas por cobrar a partes relacionadas y otras.

² Incluye impuestos por recuperar, IVA, pagos anticipados e instrumentos financieros derivados.

³ Incluye depósitos en garantía y activos mantenidos para su venta.

⁴ Incluye anticipos de clientes, partes relacionadas e instrumentos financieros derivados.

⁵ Incluye impuestos sobre la renta diferidos y beneficio a empleados.



Credit
Rating
Agency

Hospitales MAC

MAC Health S.A.P.I. de C.V.

HR A+
HR2

Corporativos
7 de noviembre del 2019

A NRSRO Rating*

Mac Health (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
Ventas Netas	553	697	832	978	1,224	1,670	2,305	611	798
Ingresos Totales	575	727	883	1,037	1,273	1,742	2,404	638	847
Descuentos, rebajas y devoluciones	-21	-30	-50	-59	-49	-72	-99	-27	-49
Costos de Operación	240	403	514	589	773	1,049	1,440	381	473
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	314	294	318	389	451	621	865	230	324
Gastos de Generales	240	115	225	252	320	420	562	87	104
UOPADA (EBITDA)	73	179	93	138	131	202	304	143	221
Depreciación y Amortización	4	20	40	59	61	65	69	43	48
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	69	159	53	79	70	136	234	100	173
Otros ingresos generales y (gastos) netos ¹	-2	-65	-15	0	0	0	0	0	0
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	67	94	38	79	70	136	234	100	173
Ingresos por Intereses	1	5	10	11	15	12	14	0	0
Intereses Pagados	2	10	29	53	89	94	91	27	43
Otros Gastos Financieros	6	0	0	4	0	0	0	0	4
Ingreso Financiero Neto	-7	-5	-19	-46	-75	-82	-77	-27	-47
Resultado Cambiario	0	-2	-0	0	0	0	0	0	0
Resultado Integral de Financiamiento	-7	-7	-19	-46	-75	-82	-77	-27	-47
Utilidad antes de Impuestos	60	87	19	32	-5	55	157	73	126
Impuestos sobre la Utilidad	19	-25	2	10	-1	16	47	25	31
Impuestos Causados	7	6	5	10	-1	16	47	25	31
Impuestos Diferidos	12	-31	-3	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	41	112	17	23	-3	38	110	47	95
<i>Cifras UDM</i>								<i>Cifras 9M</i>	
Número de unidades hospitalarias	4	5	6	6	10	12	13	6	6
Cambio en Ventas (%)	N/A	25.9%	19.5%	17.5%	25.1%	36.5%	38.0%	38.4%	30.6%
Margen Bruto	56.7%	42.2%	38.2%	39.8%	36.8%	37.2%	37.5%	37.6%	40.7%
Margen EBITDA	13.3%	25.7%	11.2%	14.1%	10.7%	12.1%	13.2%	23.4%	27.7%
Tasa de Depreciación (%)	0.6%	1.8%	2.8%	3.9%	3.3%	3.4%	3.5%	3.3%	3.2%
Tasa de Impuestos (%)	32.3%	-29.0%	10.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	34.9%	24.6%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9	1.8	0.5	0.5
Retorno sobre Capital Empleado (%)	46.7%	3.9%	3.9%	5.0%	3.9%	6.7%	11.1%	9.1%	8.0%
Tasa Pasiva	6.4%	12.8%	10.0%	11.1%	9.9%	9.4%	9.1%	11.9%	10.0%
Tasa Activa	2.1%	7.3%	5.8%	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	1.6%	4.2%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Bakertilly.

Proyecciones a partir del 4T19.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Cálculo anualizado. Sumatoria de intereses pagados UDM / (Promedio de deuda total UDM/12)*15.

*** Cálculo anualizado. Sumatoria de intereses ganados UDM / (Promedio de caja+cuentas por cobrar UDM/12)*15.

¹ Costo por venta/baja de activos fijos.

A NRSRO Rating*

Mac Health (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18**	9M19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	60	87	19	32	-5	55	157	73	126
Depreciación y Amortización	4	20	40	59	61	65	69	43	48
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	-0	-0	-12	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	-4	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-1	-5	-10	-11	-15	-12	-14	0	0
Otras Partidas de Inversión ¹	17	2	0	0	0	0	0	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	15	17	18	48	47	53	55	43	48
Intereses Devengados	2	10	29	53	89	94	91	27	43
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	-0	3	0	0	0	0	3
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	2	10	29	57	89	94	91	27	46
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	78	114	65	137	131	202	304	143	220
Decremento (Incremento) en Clientes	-22	-39	0	87	-133	-26	-82	-62	-95
Decremento (Incremento) en Inventarios	1	-1	-2	1	-24	-12	-18	-2	-3
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-23	-17	5	-117	83	-20	-24	20	-96
Incremento (Decremento) en Proveedores	-61	11	-0	26	30	39	49	23	40
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	14	-10	11	-8	3	5	5	102	88
Capital de trabajo	-91	-56	14	-10	-40	-14	-70	79	-67
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-3	-13	-9	16	1	-16	-47	-6	-5
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-95	-70	5	6	-38	-30	-117	74	-72
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-17	44	70	143	93	172	186	216	148
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-251	-487	-211	-173	-408	-100	-120	-195	-138
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	2	65	27	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	1	5	10	11	15	12	14	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-249	-425	-191	-169	-443	-88	-106	-195	-138
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-266	-381	-121	-25	-350	84	80	22	10
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	132	227	283	104	1,000	0	0	75	104
Amortización de Financiamientos Bancarios y Otros Financiamiento	-21	-90	-124	-8	-523	0	0	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	-2	-10	-29	-53	-89	-94	-91	-27	-43
Financiamiento "Ajeno"	110	127	130	42	388	-94	-91	48	61
Prima en Venta de Acciones	200	162	0	0	0	0	0	0	0
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	78	18	0	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas ²	-2	-1	-12	-48	0	0	0	-50	-48
Financiamiento "Propio"	276	179	-12	-48	0	0	0	-50	-48
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	385	306	118	-6	388	-94	-91	-2	13
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	120	-75	-3	-32	37	-10	-11	19	23
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	3	123	48	46	14	51	41	48	46
Efectivo y equiv. al final del Periodo	123	48	46	14	51	41	30	67	68
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	-2	-10	-20	-33	-49	-52	-55	-29	-22
Flujo Libre de Efectivo	-19	34	50	111	44	119	131	117	-20
Amortización de Deuda	21	90	124	8	523	0	0	-124	-124
Revolvenca automática	-21	-66	-20	27	-489	0	0	20	158
Amortización de Deuda Final	0	24	104	35	34	0	0	-104	34
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	1	5	19	42	75	82	77	32	34
Servicio de la Deuda	1	29	123	78	108	82	77	-72	68
DSCR	(21.9)	1.2	0.4	1.4	0.4	1.5	1.7	(1.6)	(0.3)
Caja Inicial Disponible	3	123	48	46	14	51	41	48	67
DSCR con Caja Inicial	(18.1)	5.5	0.8	2.0	0.5	2.1	2.2	(2.3)	0.7
Deuda Neta a FLE	(0.5)	6.5	7.6	4.6	21.7	8.0	7.4	2.4	(22.6)
Deuda Neta a EBITDA	0.1	1.2	4.1	3.7	7.2	4.8	3.2	1.3	2.7

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Bakertilly.

Proyecciones a partir del 4T19.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** DSCR, DSCR con caja, DN / FLE y DN / EBITDA fueron calculados con la amortización de deuda y revolvenca automática de 2018, y la caja final disponible de 2017.

¹ Baja de Gastos de Instalación.

² Déficit adquirido por escisión de CH Mac e Inmuebles, S.A.P.I de C.V.



HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



Credit
Rating
Agency

Hospitales MAC
MAC Health S.A.P.I. de C.V.

HR A+
HR2

Corporativos
7 de noviembre del 2019

A NRSRO Rating*

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Calificación para Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo 2014.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2016 a 2018 y 1Q18 a 3Q19.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información Financiera Anual Dictaminada por Bakertilly e Información Financiera Trimestral Interna.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.