



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Carlos García

Paula Acuña

Tel. (56) 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

Instituto de Diagnóstico S.A. (INDISA)

Diciembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia EEFF base	A+ Estable 30 de septiembre de 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 10 años Línea de bonos a 30 años	Nº 999 de 14.02.20 Nº 1000 de 14.02.20

Estado de resultados consolidado IFRS						
Miles de pesos	2015	2016	2017	2018	2019	Ene-sept 2020
Ingresos totales	116.942.230	128.308.363	138.350.967	145.410.822	150.185.450	97.468.536
Costo de ventas	-82.061.914	-90.614.585	-98.142.838	-103.971.456	-109.985.278	-78.586.320
Ganancia bruta	34.880.316	37.693.778	40.208.129	41.439.366	40.200.172	18.882.216
Gastos de administración	-17.624.671	-20.978.648	-23.384.234	-23.726.248	-24.539.579	-17.997.204
Resultado operacional	17.255.645	16.715.130	16.823.895	17.713.118	15.660.593	885.012
Costos financieros	-2.399.898	-2.340.509	-3.036.052	-3.372.578	-3.135.694	-2.143.264
Utilidad del ejercicio	13.132.445	12.934.327	11.888.289	14.695.056	11.629.751	14.482
EBITDA	21.618.435	21.622.403	22.634.184	24.030.193	22.616.707	5.916.954

Estado de situación financiera consolidado IFRS						
Miles de Pesos	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Activos corrientes	56.330.053	65.101.577	64.494.967	65.281.563	66.904.919	75.436.394
Activos no corrientes	79.085.276	89.113.485	95.362.472	98.220.500	101.589.311	105.882.783
Total activos	135.415.329	154.215.062	159.857.439	163.502.063	168.494.230	181.319.177
Pasivos corrientes	41.498.056	40.964.541	43.571.773	41.393.967	44.658.196	57.548.342
Pasivos no corrientes	37.191.992	50.197.676	47.289.581	46.024.756	41.918.267	40.682.024
Pasivos totales	78.690.048	91.162.217	90.861.354	87.418.723	86.576.463	98.230.366
Patrimonio	56.725.281	63.052.845	68.996.085	76.083.340	81.917.767	83.088.811
Total pasivos y patrimonio	135.415.329	154.215.062	159.857.439	163.502.063	168.494.230	181.319.177
Deuda financiera	46.357.466	55.219.658	56.107.252	53.221.138	54.647.922	67.754.542

Opinión

Fundamento de la clasificación

Instituto de Diagnóstico S.A. (INDISA) es una institución de salud privada, constituida en 1961, que cubre prácticamente la totalidad de las especialidades médicas y desarrolla actividades hospitalarias y ambulatorias. Las sociedades filiales del emisor están conformadas por Servicios Integrados de Salud Ltda., Servicios Complementarios de Salud Ltda., Inmobiliaria San Cristóbal S.A. e INDISA Laboratorio Ltda., todas con un 100% de participación; además, sin consolidar, tiene participación en Bionet S.A. y Hospital clínico de Viña del Mar con el 50% y 11,2% de las acciones, respectivamente.

En lo más reciente, la pandemia por Covid-19 ha significado una caída de los ingresos asociados principalmente a la reducción de los ingresos del segmento ambulatorio, de más de un 30%, en los tres primeros trimestres de 2020 en comparación con igual período de 2019; en tanto que los ingresos del segmento hospitalario disminuyeron en casi 5%. Sin embargo, se estima que lo más álgido de la pandemia habría tenido lugar en el segundo trimestre de 2020.

A septiembre de 2020, **INDISA** generó ingresos por \$97.469 millones (US\$ 123,7 millones¹) y un EBITDA de \$5.917 millones (US\$ 7,5 millones). A la misma fecha, la deuda financiera llega a \$67.755 millones (US\$ 86 millones), con un patrimonio total consolidado de \$ 83.089 millones (US\$ 105,4 millones).

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **INDISA**, "Categoría A+", se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla la clínica, lo que ha repercutido favorablemente en la fortaleza de la marca dentro de su mercado objetivo. La actual estructura operativa ha posicionado a la clínica como un prestador médico de alta complejidad. De esta forma, es capaz de entregar una extensa gama de servicios médicos –desde consultas médicas a intervenciones quirúrgicas de alta complejidad– accediendo a una amplia y diversificada base de clientes, en términos de prestaciones entregadas (hospitalización, urgencia, diagnóstico y apoyo clínico, consultas médicas e imagenología, entre otros). Las fortalezas y consistencia del modelo de negocio se reflejan en un nivel de resultados estables en el tiempo -con excepción de las más recientes observaciones influidas por la pandemia del Covid 19- con ingresos crecientes y un margen EBITDA que fluctuó en torno al 15% entre 2017 y 2019. En este sentido, se destaca que las consultas médicas y de urgencia, permiten generar un importante flujo de pacientes a las unidades restantes, en particular a hospitalización que representa más del 60% de los ingresos de la empresa.

Estas características le permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala y una sólida posición competitiva. Además, se valora favorablemente la experiencia y trayectoria de la empresa y sus profesionales. Como se dijo, **INDISA** opera desde el año 1961, siendo una marca conocida en el mercado, alcanzando una participación de 5,6%² del total de camas privadas del sistema nacional, si

¹ Tipo de cambio utilizado \$ 788,15/US\$ al 01/10/2020.

² Fuente: Clínicas de Chile, Memoria Gestión 2019.

nos centramos en la región metropolitana este porcentaje llega a aproximadamente 8%. A la fecha, **INDISA** mantiene una oferta de 398 camas, con una tasa de ocupación cercana al 70%.

En cuanto a la plana gerencial presenta una vasta experiencia en la compañía, donde la mayoría de los ejecutivos llevan trabajando en **INDISA** más 12 años.

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

Además, se considera como un factor favorable el estilo conservador que la organización ha mostrado en materia financiera; en el período evaluado la sociedad se ha mantenido con una relación deuda financiera a EBITDA bajo 2,7 veces. Si bien se espera un aumento en el nivel de deuda, este se explica por un proyecto que, en opinión de la clasificadora, dada su estructuración, presenta un bajo nivel de riesgo. En general, la solidez mostrada por los resultados de la empresa, tanto en términos absolutos como comparativos con su industria, le entregan una fuerte capacidad para enfrentar posibles entornos adversos.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración geográfica de la generación de flujos por parte del emisor. Particularmente, prácticamente la totalidad de los ingresos de **INDISA** se generan en sus tres complejos ubicados en la comuna de Providencia, así cualquier siniestro que afecte a estos inmuebles repercutiría negativamente en los flujos de la entidad (atenuado por la contratación de seguro); también, eventuales nuevas inversiones de la competencia en su zona de influencia. No obstante, la compañía pretende abrir un nuevo centro en la comuna de Maipú, lo cual permitirá reducir la concentración de sus flujos, además de aumentar su base de clientes.

El proceso de calificación recoge, adicionalmente, la concentración por deudores que en la práctica dada la estructura de seguros de salud en Chile– corresponde a ocho entidades, básicamente isapres, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Más allá del estado financiero actual de estas entidades y las regulaciones existentes (respaldo de obligaciones), nada asegura que dicha situación se mantenga en el largo plazo (horizonte de tiempo de los bonos); en particular, que la experiencia reciente ha mostrado que las instituciones que entregan protección de salud son susceptibles de deteriorarse financieramente. Bajo este contexto **INDISA** durante 2019 el 79% de las ventas corresponden a isapres abiertas, mientras que el 17% desde Fonasa.

Asimismo, la clasificación de riesgo se ve restringida, ya que se considera que la clínica pertenece a una industria que está bajo un alto nivel de competencia. Así, el sector privado de salud ha experimentado un alto nivel de crecimiento y de oferta de infraestructura, en la que, además, las entidades en este mercado deben realizar constantes inversiones para mantener la posición relativa en la industria. Junto con lo anterior, la industria en la que está inmersa **INDISA** no está ajena a riesgos regulatorios, con

posibles efectos en costos o ingresos. En el largo plazo, tampoco se debe descartar un incremento en la inversión pública dentro del sector y una mejora en la calidad del servicio.

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

Para la mantención de la clasificación, se requiere que la relación entre la generación de flujos de la compañía y el nivel de deuda financiera, incluida la asociada a una eventual emisión de bonos, a lo menos, se mantenga relativamente estable a futuro. En este sentido, un aumento en esta relación podría conllevar a una baja en la categoría de riesgo asignada.

Para un aumento en la clasificación de riesgo se esperaría un incremento significativo en la generación de caja de la compañía que no fuere acompañada de mayor deuda financiera o, en su defecto, con variaciones muy inferiores a las que experimenten los flujos. Obviamente, el mismo efecto se tendría ante reducciones relevante de la deuda financiera, pero manteniendo, a lo menos, la capacidad de generación de flujos. Asimismo, este proceso podría acelerarse si se aumenta en forma importante la diversificación de flujos de la empresa.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Negocio con estabilidad de márgenes en el largo plazo.

Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marca.
- Correcto desempeño financiero y estabilidad de indicadores.
- Experiencia de equipos gerenciales.

Riesgos considerados

- Concentración geográfica en la generación de flujos (riesgo aminorado vía seguros y apertura nueva sucursal Maipú).
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Industria con alto nivel de competencia.

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2019

Durante 2019, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 150.181 millones, lo que representó un aumento de 3,3% respecto a igual momento del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$109.985 millones, implicando un incremento de 5,8% en relación

con diciembre de 2018. A su vez, los gastos de administración muestran un aumento de un 3,4% comparados con el mismo período del año pasado.

El EBITDA de la empresa finalizó el año en \$22.617 millones, un 5,9% inferior al mismo período del 2018, en tanto que la utilidad de la clínica registró un valor de \$ 11.630 millones, siendo un 20,9% inferior a lo registrado en 2018.

A diciembre de 2019, la deuda financiera de la compañía fue de \$54.648 millones, lo que corresponde a un incremento de 2,7%.

Resultados a septiembre de 2020

Al tercer trimestre de 2020, la compañía presenta ingresos por \$ 97.469 millones lo que implica una caída de 15% con respecto del mismo período de 2019, explicado por el efecto Covid 19 que afectó la actividad clínica a partir de marzo de 2020.

Los costos de ventas a septiembre de 2020 llegaron a \$ 78.586 millones, esto es, una caída de 5,6%, debido principalmente a un menor gasto en participaciones médicas producto de la caída en la actividad ambulatoria y consultas médicas. En cuanto al gasto de administración, tuvieron un descenso de 2,7% con respecto a la misma fecha del año anterior.

El EBITDA de la empresa finalizó en \$ 5.917 millones, 67,3% inferior a septiembre 2019. Por su parte, la Utilidad de la empresa fue de \$ 14,5 millones, presentando una disminución de más de 99%.

Definición categoría de riesgo

Categoría A

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

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Negocio exitoso - sólido posicionamiento de mercado: **INDISA** basa su estrategia de negocios en ser un prestador médico de alta complejidad, siendo pionero en la implementación y utilización de tecnologías y terapias en el país. De esta forma, la clínica es capaz de ofrecer, prácticamente, todas las

especialidades médicas, permitiéndole generar integración, sinergias y fidelización de clientes entre las distintas unidades de negocio, las que comprenden: hospitalización, urgencia, diagnóstico y apoyo clínico y consultas médicas. Así, por ejemplo, las consultas médicas y de urgencia permiten generar un importante flujo de pacientes a las dos unidades restantes. De acuerdo con lo informado por la administración, **INDISA** es la primera clínica con un centro robótico en el país, además de la primera clínica privada con área de atención especializada de quemados.

Asimismo, la marca **INDISA** es reconocida, valorada en el mercado y con amplia trayectoria, entregando una atención global. Durante 2018 generó 746.358 consultas médicas, creciendo un 6,6% respecto del año 2018.

Crecimiento de la demanda: Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda por servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo plan Auge, también favorecen el desarrollo del sector. Según mediciones independientes, el gasto en total en salud en Chile representa el 9,1%³ del PIB, y si bien se sitúa por sobre el promedio de los países de la OCDE, que alcanza a 8,8%, está distante de las naciones líderes en esta materia. Las cifras históricas avalan esta postura, dado que desde el año 2000 a 2015, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%⁴. El dinamismo de la demanda, bajo supuesto de una adecuada gestión, debiera favorecer el mantenimiento de los márgenes en el largo plazo (aunque, podría ser, con niveles inferiores a los observados en el pasado).

Además, **INDISA** está orientada a un sector socioeconómico mayoritario de la población, lo cual lo hace tener una elevada base de clientes potenciales.

Experiencia y formación de los equipos profesionales: El equipo profesional de **INDISA** cuenta con elevada experiencia operativa, con diversidad de especializaciones en materia de salud y reconocimiento del mercado de sus cuadros médicos, lo cual actúa positivamente en la buena imagen de la entidad, lo anterior queda demostrado en la certificación ISO 9001, además del proceso de obtención de la reacreditación de Calidad Nacional, donde anteriormente clínica **INDISA** ha cumplido con el máximo nivel. En cuanto a su equipo gerencial la mayoría de ellos tiene más de 12 años trabajando en la compañía.

Bajo este contexto cabe mencionar que **INDISA** opera desde 1961, lo cual ha permitido ser una marca reconocida en el mercado.

Correcta gestión financiera: **INDISA** en los períodos analizados ha presentado un correcto desempeño financiero lo cual se demuestra presentando ratios holgados y estables en el tiempo. Un

³ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2019 (https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=HEALTH_STAT).

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

ejemplo de esto es la estabilidad del margen ebitda la cual osciló entre 15,6% y un 19,1% desde 2014 a septiembre de 2019. Posteriormente, la crisis social y, posteriormente, la pandemia por Covid 19, han impactado la generación de EBITDA, resintiendo este indicador.

En cuanto a la razón circulante, en el período 2014-Sept 2020 ha oscilado entre las 1,2 veces y 1,7 veces, incluso en las observaciones más recientes, lo cual da cuenta del conservador manejo financiero de la institución.

Bajo nivel de endeudamiento: **INDISA** presenta un bajo nivel de endeudamiento histórico (medido como pasivos totales sobre patrimonio), el cual durante los años analizados ha fluctuado entre 1,04 y 1,45 veces, demostrando la política conservadora de endeudamiento de la compañía.

Factores de riesgo

Concentración geográfica en la generación de los flujos: La totalidad de los flujos que genera **INDISA** se concentran en un emplazamiento de la comuna de Providencia (presenta tres centros todos ubicados en la misma comuna). Sin embargo, este riesgo puede ser subsanado con el proyecto del nuevo centro de Maipú (de acuerdo con lo informado a esta clasificadora, el proyecto presenta un avance de acuerdo a lo programado estimándose una fecha de inicio de actividades en 2022), además de la contratación de seguros. Con todo, se estima que la nueva inversión representará aproximadamente un 25% de los ingresos del emisor en los próximos diez años.

Concentración de deudores: En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, a septiembre de 2020 un 40,4% de los deudores corresponden a clientes de Isapres, en tanto que 30,3% corresponden a clientes Fonasa. Por ende, un escenario de iliquidez de alguna de estas entidades puede provocar una disminución de los ingresos de la compañía (con todo, se reconoce que la legislación obliga a las isapres a provisionar las cuentas por pagar con inversiones de bajo nivel de riesgo). Cabe precisar que esta situación es transversal en la industria de la salud, por lo que hace de suma importancia la flexibilidad financiera con la que cuenten los distintos prestadores para sortear un eventual *shock* negativo. También se reconoce que las isapres son entidades reguladas y dentro de las regulaciones se incluye la necesidad de generar reservas para el pago de sus obligaciones (con todo, la experiencia reciente ha mostrado que la regulación, por si misma, no asegura la solvencia de las isapres). Sin embargo, este riesgo esta atenuado por la base patrimonial de la compañía y por la política de que ningún deudor represente más del 30% de los ingresos anuales de la compañía.

Industria con un alto nivel de competencia: El sector de salud privado en Chile ha tenido un importante desarrollo y, en términos de oferta de infraestructura, ha experimentado un fuerte crecimiento en el tiempo, ya sea por la construcción, ampliación y renovación de clínicas ligadas a las isapres, universidades y clínicas especializadas. Según información de la Asociación gremial de Clínicas de Chile A.G., si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2019 había un total de

7.115 (18,6% de la oferta total de camas).⁵ Esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital (para mantener la posición relativa en el sector), con el considerando que las constantes expansiones e inversiones podrían provocar una sobreoferta de camas.

Riesgo del sector: Entre estos se pueden distinguir los riesgos regulatorios, con sus posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector público, en particular si se mejora este tipo de servicio y/o antes crisis económicas, y las necesidades de inversión en equipos dada su rápida obsolescencia. Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y la rápida obsolescencia de los equipos médicos.

Antecedentes generales

La compañía

Instituto de Diagnóstico S.A. (INDISA) es una institución de salud privada, que opera desde 1961. Actualmente, ofrece atención en casi todas las especialidades y subespecialidades médicas de una entidad que cubre prestaciones de alta complejidad. Además, destaca su área de atención especializada en pacientes quemados y su centro robótico.

La institución se ha estructurado en base a cinco sociedades. En primer lugar, **Instituto de Diagnóstico S.A. (INDISA)**, matriz encargada fundamentalmente de la hospitalización y administración del *holding*. Sus filiales las conforman, Servicios Integrados de Salud Ltda. (Servinsa), responsable del área ambulatoria; INDISA Laboratorio Ltda. (INDISA Lab), encargada del área de laboratorio clínico; Servicios Complementarios de Salud Ltda. (Sercomsa), que proporciona apoyo logístico a la compañía; y una cuarta filial, de giro inmobiliario, denominada Inmobiliaria San Cristóbal S.A.

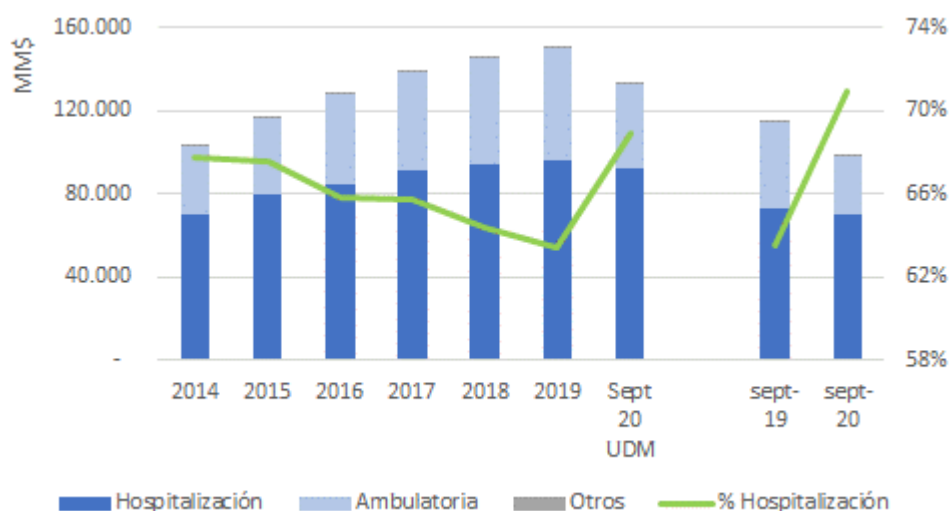
A su vez, la compañía mantiene una participación del 11,2% en el Hospital Clínico de Viña del Mar S.A. y un 50% en BIONET S.A., sociedad enfocada en la realización de exámenes de laboratorio (el 50% restante corresponde a la Asociación Chilena de Seguridad).

Composición de los flujos

Para llevar a cabo su modelo de negocios **INDISA** opera bajo tres segmentos, el hospitalario, ambulatorio y otros, donde, a septiembre de 2020, los ingresos (sin ajustes por consolidación) se dividen en un 70,9% para los primeros, 28,3% para los segundos y un 0,7% en otros. Como se dijo, la pandemia significó una restricción a la operación del segmento ambulatorio, lo que explica el incremento en la participación del sector hospitalario en la generación de ingresos, tal como se muestra en la Ilustración 1.

⁵ Fuente: http://www.clinicasdechile.cl/wp-content/uploads/2020/04/MEMORIA_FINAL_2019.pdf

Ilustración 1
Distribución de los ingresos
 (2014 – septiembre 2020)



Líneas de negocio

Como se mencionó anteriormente, **INDISA** en sus estados financieros reconoce tres segmentos, Hospitalario, Ambulatorio y Otros, los cuales se explican a continuación:

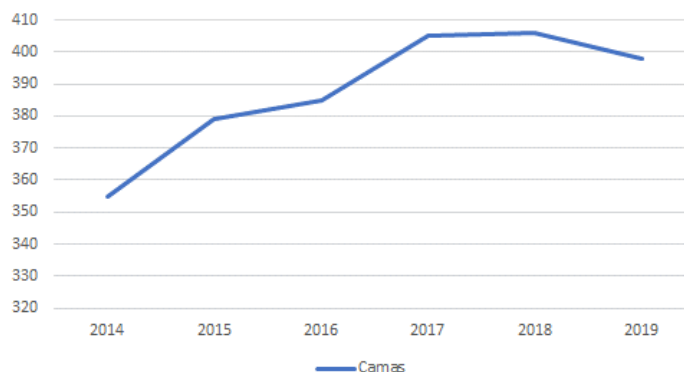
Segmento Hospitalario

Dedicada a la atención de casos de alta complejidad. Esta área incluye los servicios de hospitalización, pabellón y recuperación, siendo la principal fuente de ingresos para **INDISA**, correspondiendo, en promedio, a un 65,8% de los ingresos totales de la compañía en el período 2014-2019.

Actualmente esta área cuenta con alrededor de 398 camas para la hospitalización de adultos y niños, además de un equipo de más de 500 médicos y especialistas.

En la Ilustración 2 se puede observar la evolución de las camas de **INDISA**, donde se puede apreciar que en el período 2015-2019 exhibió un aumento de 5% del número de camas. Además, a 2019 el sector hospitalario presentó una ocupación de 67,9%. Cabe mencionar que con el proyecto de Maipú, el cual entraría en operación en el año 2022, se espera un aumento paulatino en el número de camas por parte de **INDISA**, con este incremento se podría llegar a un máximo de 670 camas en el año 2027 (manteniendo constante el número en la sede de providencia).

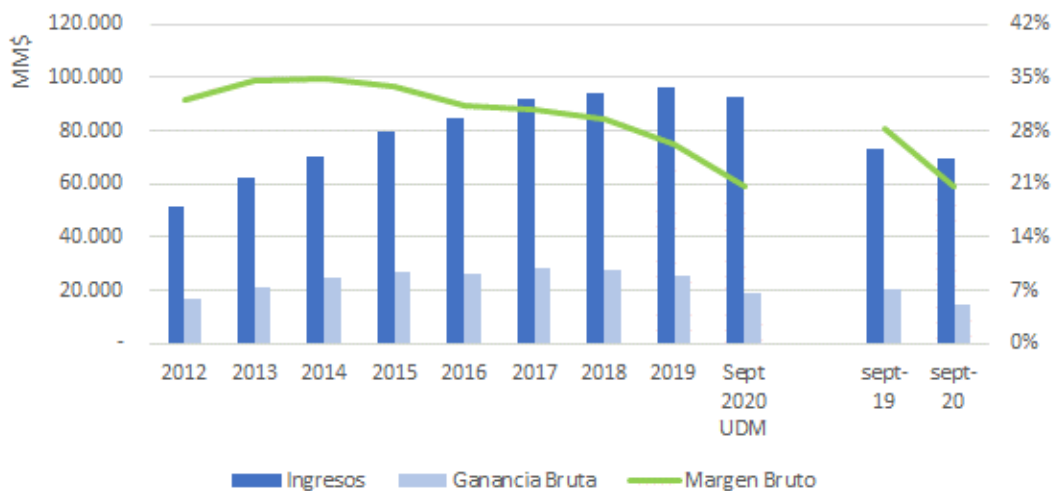
Ilustración 2
Evolución N° de camas
 (2014 - 2019)



Evolución de ingresos, margen bruto y ganancia

En cuanto a los ingresos, muestran una tendencia creciente en el sector hospitalario entre 2012 y 2019, llegando a fines del año pasado a \$ 96.058 millones. Posteriormente, producto de la pandemia, los ingresos anualizados a septiembre de 2020 se reducen a \$ 92.482 millones. El margen bruto, asimismo, muestra una compresión en el año terminado en septiembre de 2020, alcanzando a 20,6%: como se puede ver en la Ilustración 3.

Ilustración 3
Evolución ingresos segmento Hospitalario, ganancia bruta y margen bruto
 (Millones de pesos y porcentaje. 2012 - Sept 2020 UDM)

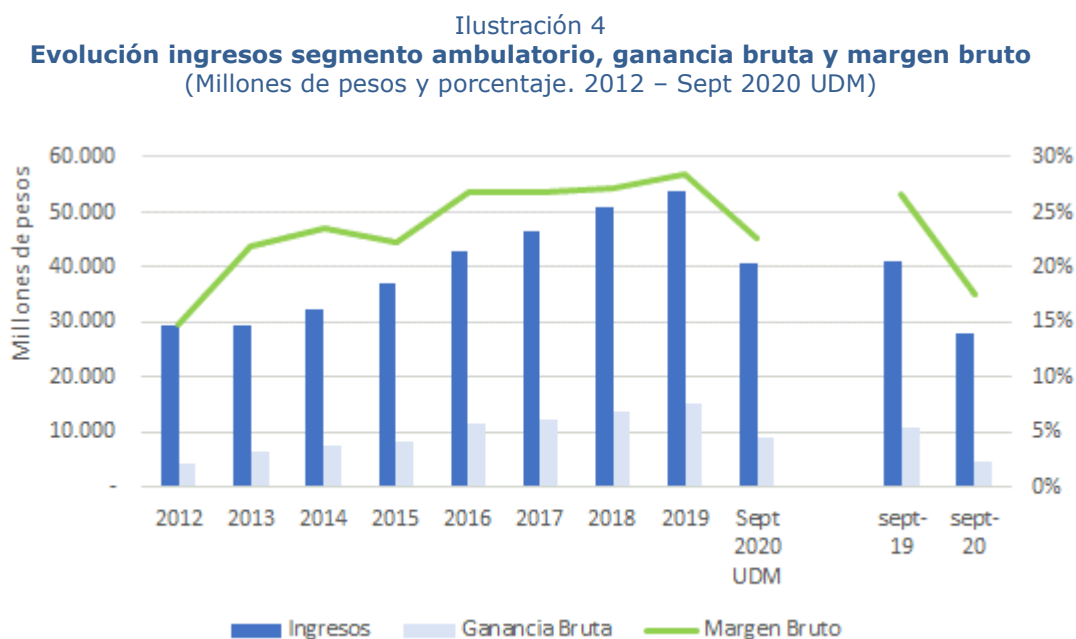


Segmento Ambulatorio

El segmento ambulatorio corresponde a prestaciones que no involucren la ocupación de días cama y son de carácter transitorio que no superan el día. Este segmento representó a septiembre de 2020 un 28,3% de los ingresos totales de **INDISA**.

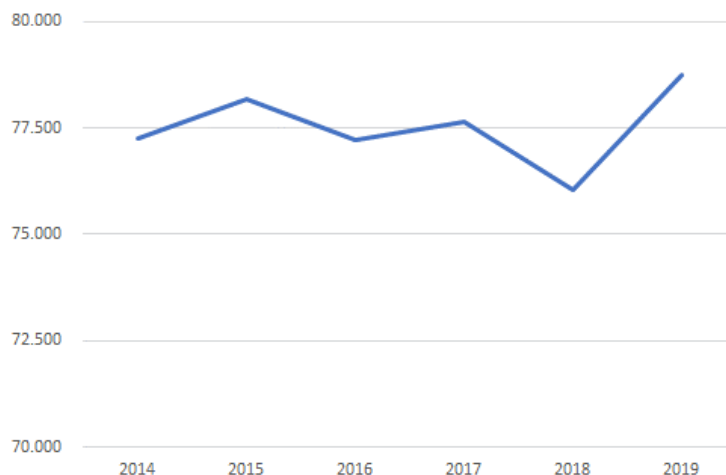
Evolución de ingresos, margen bruto y ganancia

Los ingresos del segmento ambulatorio presentaron una tendencia creciente, hasta diciembre 2019, en que alcanzaron \$53.959 millones. Posteriormente, producto de la pandemia y la postergación de la actividad clínica ambulatoria, los ingresos anualizados cayeron a \$ 40.645 en septiembre de 2020. El margen bruto, que había llegado casi a 30% a fines de 2019, se redujo a 22,6% en el año móvil finalizado en septiembre de 2020, como se muestra en la Ilustración 4.



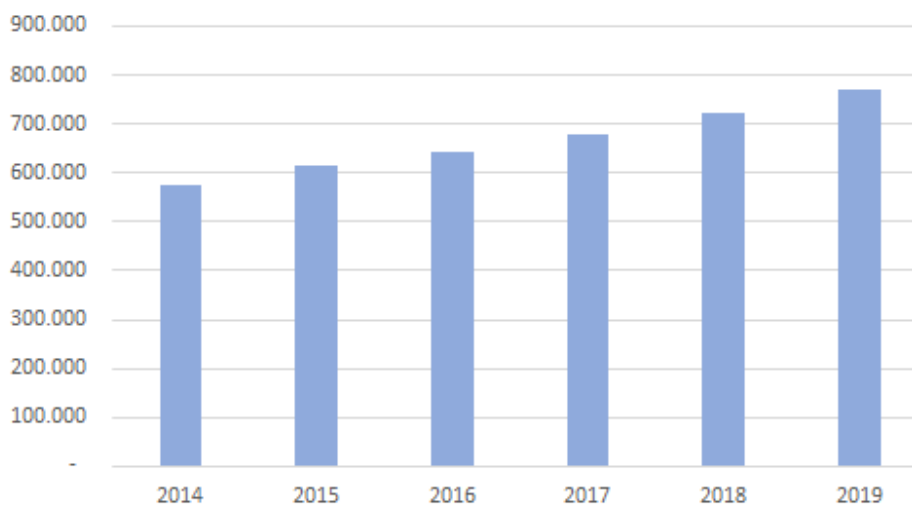
Luego de presentar una caída en 2018, las atenciones de urgencia registraron un incremento de 3,6% en 2019, llegando a 78.768 atenciones, como se puede observar en la Ilustración 5.

Ilustración 5
Evolución de las atenciones de urgencia
(2014-2019)



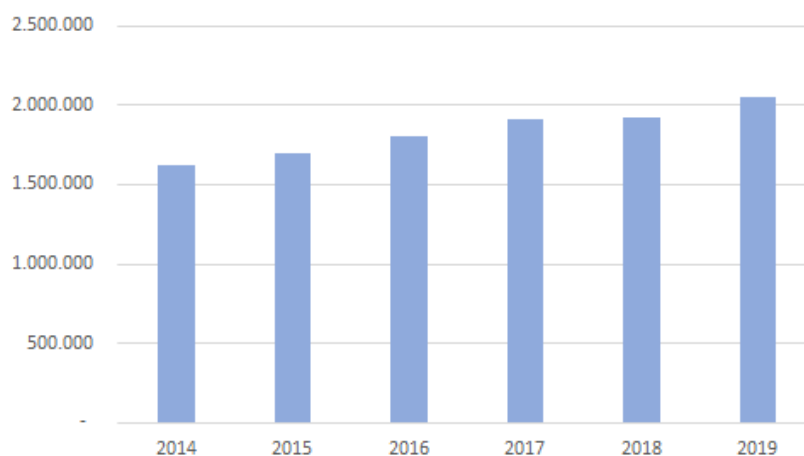
Durante 2019 **INDISA** presentó un total de 771.148 consultas, lo cual implicó el número más alto de consultas en los períodos analizados, cabe mencionar que entre 2014 y 2019 el número de consultas crecieron un 34%.

Ilustración 6
Evolución número de consultas médicas
(2014-2019)



En cuanto a los exámenes de laboratorio durante 2014 y 2019 estos presentaron un crecimiento de un 26,6%, llegando en 2019 a 2.052.448 exámenes de laboratorio como se puede apreciar en la Ilustración 7.

Ilustración 7
Evolución de exámenes de laboratorio
(2014-2019)

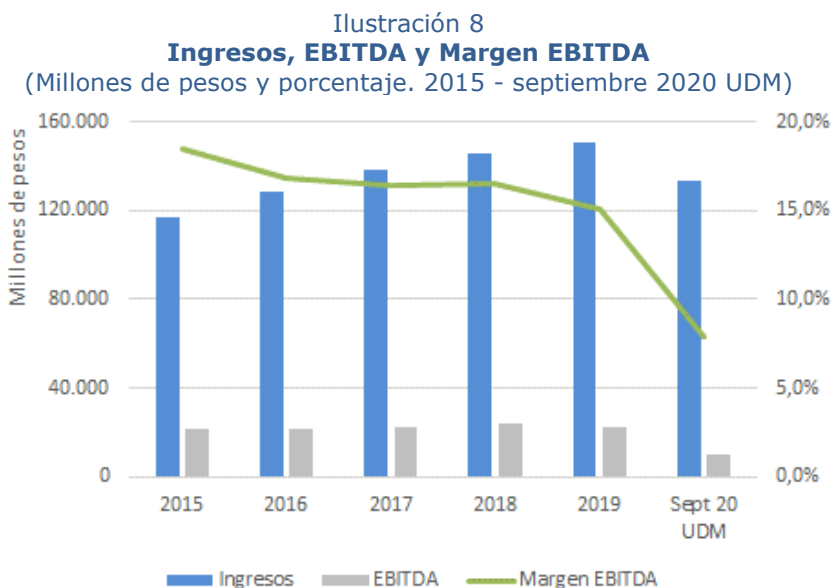


Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

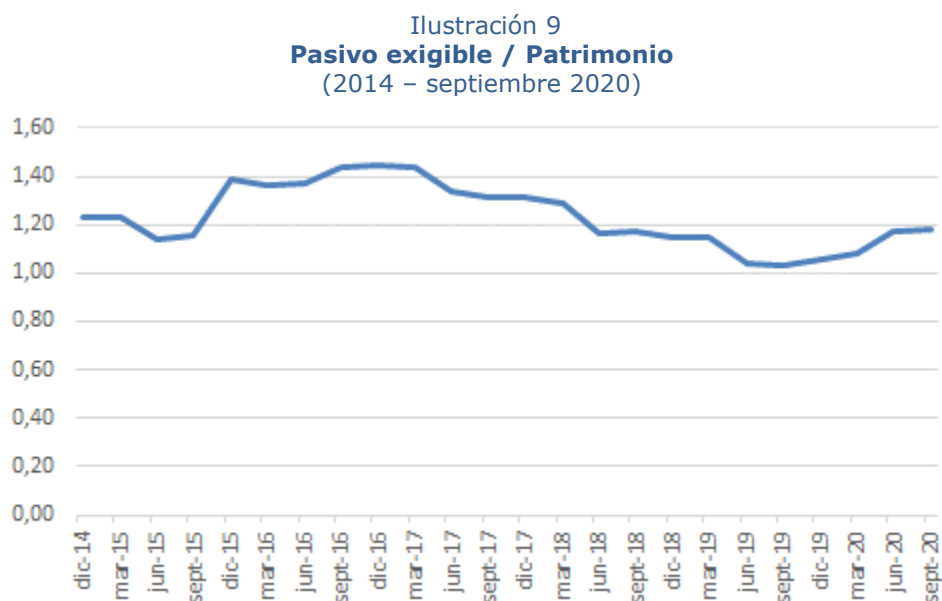
A septiembre de 2020, los ingresos anualizados de **INDISA** alcanzaron los \$ 132.991 millones, lo que significó una caída de 11,4% respecto a 2019.

En cuanto al EBITDA y margen EBITDA, desde 2019 presentan caídas, tanto por la crisis social del último trimestre de 2019, como por la pandemia en 2020, que intensificó la reducción de ambos indicadores. En el año móvil finalizado en septiembre, el EBITDA alcanzó \$ 10.435 millones, en tanto el margen EBITDA se situó en 7,8% (ver Ilustración 8).



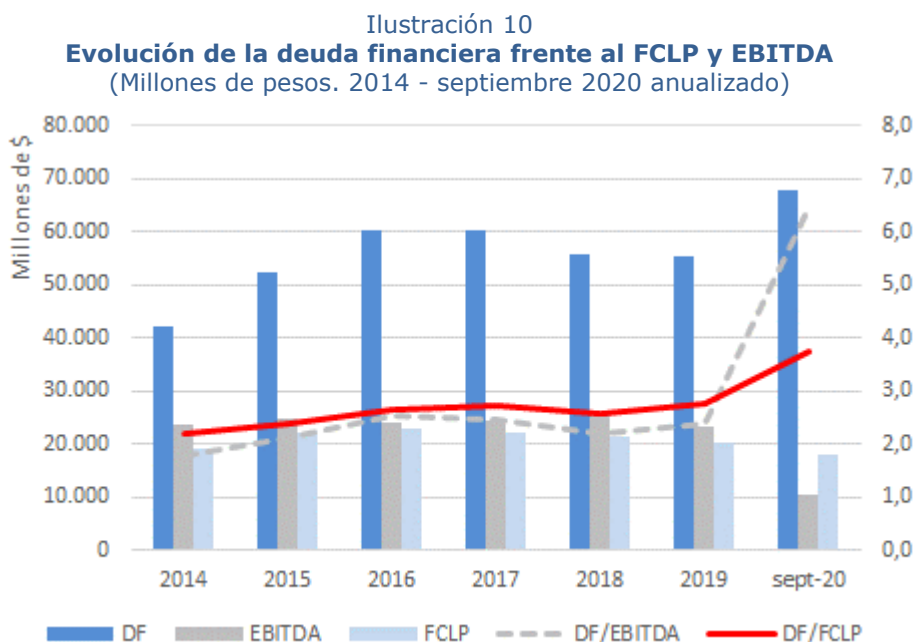
Endeudamiento

La razón de endeudamiento de **INDISA** medido como el pasivo total sobre el patrimonio a septiembre de 2020 llegó a 1,18 veces, apreciándose una leve tendencia creciente en las últimas observaciones, producto, entre otros, de la construcción del centro clínico de Maipú, como se puede observar en la siguiente Ilustración.



A septiembre 2020 el 88,8% de la deuda financiera correspondía a préstamos bancarios y un 10,4% a arrendamientos financieros.

Producto de la caída del EBITDA en las observaciones más recientes, en la Ilustración 10 se aprecia el incremento de la relación Deuda Financiera/EBITDA a 6,4 en septiembre 2020. En cuanto al índice deuda financiera sobre Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP⁶) presenta un comportamiento más estable producto de la naturaleza del indicador FCLP, este ratio toma un valor de 3,8 veces a septiembre de 2020.

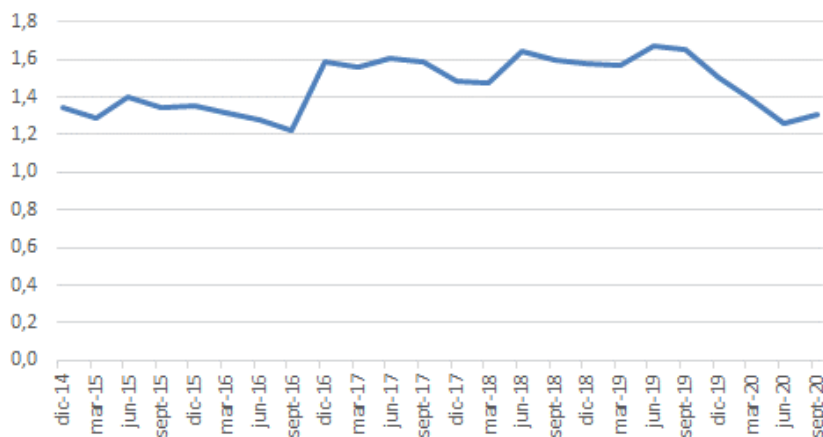


Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), ha presentado una tendencia creciente en el período 2014-2019. Las más recientes observaciones dan cuenta de una caída de este indicador, pero, con todo, se mantiene sobre 1,2 veces, lo que refleja el adecuado manejo de la liquidez por parte de la compañía en un período de pandemia.

⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

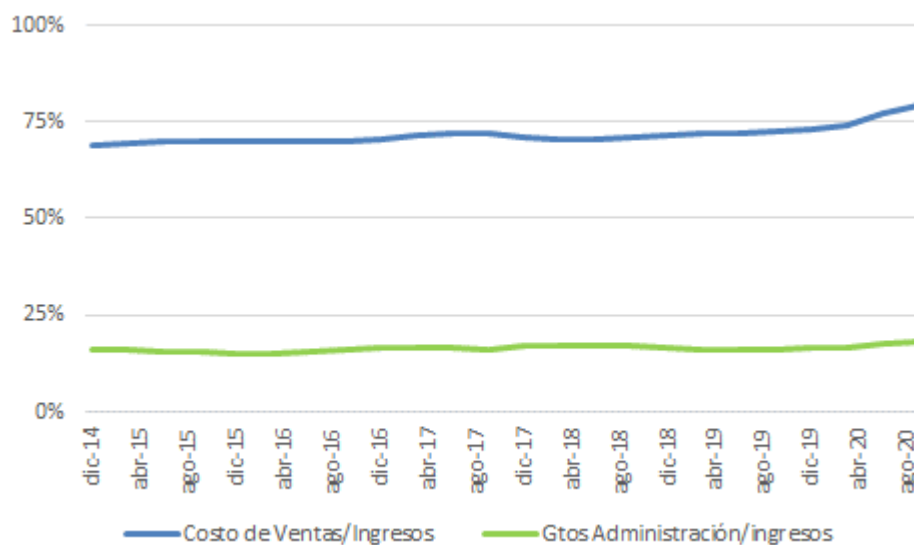
Ilustración 11
Evolución razón circulante
(Veces. 2014 - septiembre 2020)



Evolución de la rentabilidad y eficiencia

Como se puede ver en la **iError! No se encuentra el origen de la referencia.** Ilustración 12 el indicador gasto de administración sobre ingresos se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, fluctuando entre 15% y 18,1%. A septiembre de 2020 ese indicador toma un valor de 18,1%, el más alto del período analizado, como consecuencia de la caída de los ingresos, en comparación con gastos de administración más inerciales. En cuanto al indicador costos de venta sobre ingresos, también muestra un incremento en las últimas observaciones, alcanzando un valor de 79,2% en septiembre 2020.

Ilustración 12
Evolución gastos de administración y costos de venta sobre ingresos
 (Porcentaje. 2014 - septiembre 2020)



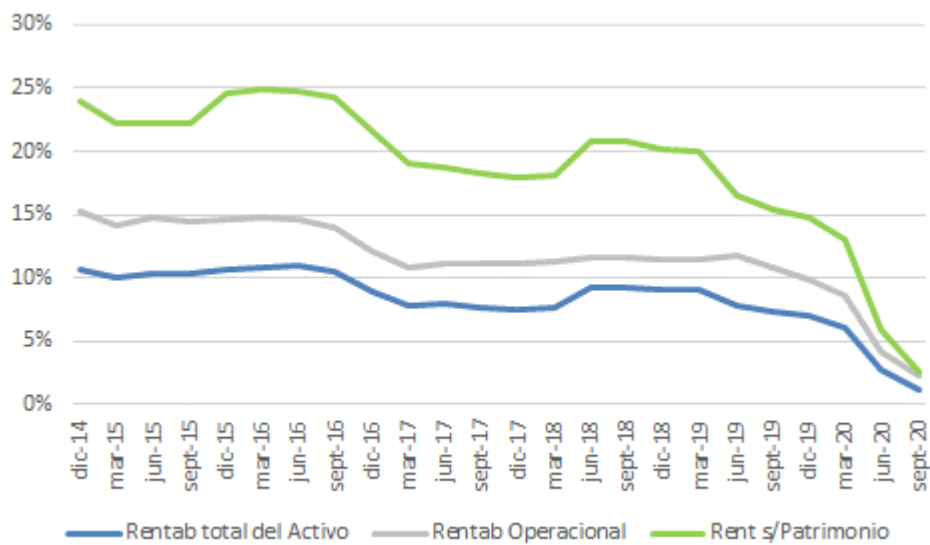
En cuanto a los distintos indicadores de rentabilidad, tanto la rentabilidad operacional⁷ como la rentabilidad sobre el patrimonio⁸ y la rentabilidad del activo⁹ presentaron una relativa estabilidad hasta septiembre de 2019, pero, con posterioridad, debido a los *shocks* señalados, se registra una caída de estos indicadores, como se aprecia en la Ilustración 13.

⁷ Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

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

⁹ Rentabilidad del activo: Utilidad del ejercicio sobre activos totales promedio.

Ilustración 13
Evolución rentabilidades
(Porcentaje. 2014 -septiembre 2020 anualizado)



Ratios Financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Liquidez (veces)	1,51	1,50	1,50	1,49	1,46	1,35
Razón Circulante (Veces)	1,36	1,59	1,48	1,58	1,50	1,31
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,35	1,58	1,48	1,56	1,49	1,31
Razón Ácida (veces)	1,33	1,56	1,45	1,55	1,47	1,27
Rotación de Inventarios (veces)	70,01	73,87	81,81	85,03	80,67	53,36
Promedio Días de Inventarios (días)	5,21	4,94	4,46	4,29	4,52	6,84
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,42	3,08	3,01	3,26	3,07	2,66
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	106,77	118,57	121,17	111,96	119,01	137,10
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,74	2,76	3,01	4,51	4,97	4,02
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	133,07	132,44	121,25	81,00	73,48	90,79
Diferencia de Días (días)	26,29	13,87	0,08	-30,97	-45,53	-46,30
Ciclo Económico (días)	21,08	8,93	-4,38	-35,26	-50,05	-53,14

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Endeudamiento (veces)	0,58	0,59	0,57	0,53	0,51	0,54
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,39	1,45	1,32	1,15	1,06	1,18
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,12	0,82	0,92	0,90	1,07	1,41
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,11	2,53	2,46	2,19	2,39	6,44
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,47	0,40	0,41	0,46	0,42	0,16
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	58,91%	60,57%	61,75%	60,88%	63,12%	68,98%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,26%	1,29%	0,97%	10,32%	8,62%	2,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,68	6,88	5,08	5,72	4,55	0,54

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Margen Bruto (%)	29,82%	29,39%	29,06%	28,50%	26,77%	20,84%
Margen Neto (%)	11,21%	10,09%	8,59%	10,11%	7,74%	1,63%
Rotación del Activo (%)	87,86%	83,97%	87,05%	89,83%	90,25%	73,75%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,11	0,09	0,08	0,09	0,07	0,01
Rentabilidad Total del Activo (%)	10,61%	8,90%	7,54%	9,06%	7,00%	1,24%
Inversión de Capital (%)	129,22%	130,75%	128,77%	118,32%	114,58%	115,85%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	802,12%	536,48%	665,11%	614,88%	683,54%	747,51%
Rentabilidad Operacional (%)	14,59%	12,01%	11,14%	11,43%	9,90%	2,22%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	24,51%	21,51%	17,94%	20,20%	14,71%	2,62%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	66,44%	66,79%	66,74%	67,16%	68,60%	74,06%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	70,18%	70,61%	70,94%	71,50%	73,23%	79,16%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	0,150835	0,163521	0,169003	0,163215	0,163378	0,180755
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	32,22%	27,80%	25,39%	24,33%	19,81%	4,45%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	18,47%	16,86%	16,36%	16,52%	15,06%	7,86%

Otros Ratios						
Ratios	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,42%	0,56%	0,32%	0,66%	0,58%	0,08%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	15,53%	13,41%	13,45%	14,95%	15,09%	13,30%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	3,52%	3,37%	2,62%	2,89%	2,91%	3,06%
Capital sobre Patrimonio (%)	21,76%	19,58%	17,89%	78,31%	72,73%	71,70%

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