



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Instituto de Diagnóstico S.A. (INDISA)

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Benjamín Espinosa R.
Carlos García B.
benjamin.espinosa@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Diciembre 2021

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	A+
Tendencia	Estable

Líneas de bonos	A+
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de septiembre 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 999 de 14.02.2020
Línea de bonos	Nº 1.000 de 14.02.2020

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Ingresos de activ. ordinarias	128.308.363	138.350.967	145.410.822	150.185.450	139.355.895	140.023.695
Costo de ventas	-90.614.585	-98.142.838	-103.971.456	-109.985.278	-110.055.738	-102.170.228
Ganancia bruta	37.693.778	40.208.129	41.439.366	40.200.172	29.300.157	37.853.467
Gastos de administración	-20.978.648	-23.384.234	-23.726.248	-24.539.579	-23.951.076	-17.828.437
Resultado operacional	16.715.130	16.823.895	17.713.118	15.660.593	5.349.081	17.019.204
Costos financieros	-2.340.509	-3.036.052	-3.372.578	-3.135.694	-2.942.193	-2.186.137
Utilidad del ejercicio	12.934.327	11.888.289	14.695.056	11.629.751	3.501.128	14.972.517
EBITDA	21.510.267	22.634.184	24.030.193	22.616.707	12.002.859	21.710.466

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Activos corrientes	65.101.577	64.494.967	65.281.563	66.904.919	71.363.478	79.662.046
Activos no corrientes	89.113.485	95.362.472	98.220.500	101.589.311	111.361.407	134.974.507
Total activos	154.215.062	159.857.439	163.502.063	168.494.230	182.724.885	214.636.553
Pasivos corrientes	40.964.541	43.571.773	41.393.967	44.658.196	58.869.014	81.781.234
Pasivos no corrientes	50.197.676	47.289.581	46.024.756	41.918.267	39.030.978	40.528.170
Pasivos Totales	91.162.217	90.861.354	87.418.723	86.576.463	97.899.992	122.309.404
Patrimonio	63.052.845	68.996.085	76.083.340	81.917.767	84.824.893	92.327.149
Total patrimonio y pasivos	154.215.062	159.857.439	163.502.063	168.494.230	182.724.885	214.636.553
Deuda financiera	55.219.658	56.107.252	53.221.138	54.647.922	63.318.254	78.168.391

Opinión

Fundamentos 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 11,4% 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 22%, en 2020 en comparación con 2019; en tanto que los ingresos del segmento hospitalario no presentaron fuertes cambios, aumentando un 1,4%. Sin embargo, se estima que lo más álgido de la pandemia habría tenido lugar en el segundo trimestre de 2020, lo que se ve representando en los aumentos obtenidos en el tercer trimestre de 2021, donde el segmento hospitalario presenta un aumento de 37,9% y el segmento ambulatorio de un 60,6%.

A septiembre de 2021, **INDISA** generó ingresos por \$140.023 millones y un EBITDA de \$ 21.710. A la misma fecha, la deuda financiera llega a \$78.168 millones, con un patrimonio total consolidado de \$ 92.327 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 ha fluctuado en torno al 15%-16%. 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, 67,9% a septiembre 2021.

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 5,7%¹ del total de camas privadas del sistema nacional. A la fecha, **INDISA** mantiene una oferta de 405 camas, con una tasa de ocupación cercana al 76% en junio 2021.

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

¹ Fuente: Clínicas de Chile, Memoria Gestión 2020.

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. Si bien se presenta un aumento en el nivel de endeudamiento relativo durante 2020 y primer trimestre 2021, este se explica en parte por el financiamiento de un proyecto que, en opinión de la clasificadora, dada su estructuración, presenta un bajo nivel de riesgo, y por la disminución en los flujos provocada por el Covid 19. Sin perjuicio de lo anterior, **INDISA** en general, muestra solidez en los resultados de la empresa, tanto en términos absolutos como comparativos con su industria, lo que le entregan una fuerte capacidad para enfrentar posibles entornos adversos. Sumado a lo anterior para septiembre 2021, ya se presenta un indicador de deuda sobre EBITDA inferior a 2,8 veces, similar a los años anteriores.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración geográfica de la generación de flujos por parte del emisor. Particularmente, 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 para el primer semestre del año 2022, 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 ha mostrado que las instituciones que entregan protección de salud son susceptibles de deteriorarse financieramente. Bajo este contexto **INDISA** durante 2020 el 54,7% de las ventas corresponden a isapres abiertas, mientras que el 11,5% 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 relevantes 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 2020

Durante 2020, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$ 139.355 millones, lo que representó una disminución de 7,2% respecto a igual momento del año anterior. Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron \$ 110.055 millones, implicando un incremento de 0,1% en relación con diciembre de 2019. A su vez, los gastos de administración muestran una baja de un 2,4% comparados con el mismo período del año pasado.

El EBITDA de la empresa finalizó el año en \$ 12.002 millones, lo que implica una disminución de un 46,9% respecto al EBITDA del año 2019, en tanto que la utilidad de la clínica registró una caída de casi 70%, finalizando el período con un valor de \$ 3.501 millones.

A diciembre de 2020, la deuda financiera de la compañía fue de \$ 63.218 millones, lo que corresponde a un incremento de 15,9%.

Resultados a septiembre 2021

Al tercer trimestre de 2021, la compañía presenta ingresos por \$ 140.023 millones lo que implica una recuperación respecto al período anterior, mostrando un aumento de 43,7% con respecto a septiembre 2020.

Los costos de ventas a septiembre de 2021 llegaron a \$ 102.170 millones, esto es, un aumento de 30,0%, debido principalmente a un mayor gasto en participaciones médicas producto del recupero en la actividad ambulatoria y consultas médicas. En cuanto al gasto de administración, tuvieron un aumento de 5,9% con respecto a la misma fecha del año anterior.

El EBITDA de la empresa finalizó en \$ 21.710 millones, siendo más de 2,6 veces superior a septiembre 2020. Por su parte, la utilidad de la empresa fue de \$ 14.972 millones, superando con creces la utilidad resentida del periodo anterior que finalizaba en \$ 14,5 millones.

Definición de categorías 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-solido 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 2020 generó 542.365 consultas médicas, mientras que en el año 2019 generó 743.643 consultas médicas.

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 9,4%² del PIB, y si bien se sitúa por sobre el promedio de los países de la OCDE, está distante de las naciones líderes en esta materia. 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. Sumado a lo anterior, desde marzo 2020, la clínica cuenta con un área de auditoría interna que reporta directamente al directorio.

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 ejemplo de esto es la estabilidad del margen ebitda la cual osciló entre 15,0% y un 16,6% desde 2016 a diciembre de 2019. Posteriormente, la crisis social y, la pandemia por Covid 19, han impactado la generación de EBITDA, resintiendo este indicador, llegando a 9,7% en diciembre 2020, sin embargo, para junio 2021, con el indicador anualizado presenta una recuperación finalizando con un margen EBITDA de 15,3%.

En cuanto a la razón circulante, en el período 2014-Sept 2021 ha oscilado entre las 1,1 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 (2014-2021) ha fluctuado entre 1,06 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 aminorado con el proyecto del nuevo centro de Maipú (de acuerdo con lo informado a esta clasificadora, el proyecto presenta un avance de según lo programado estimándose una fecha de inicio de actividades a mediados del 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 junio 2021 un 78,1% de las recaudaciones por factura corresponden a clientes de Isapres, en tanto que 16,6% corresponden a clientes Fonasa. Por ende, un escenario de iliquidez de alguna de estas entidades puede provocar una

² Base de datos de la OCDE sobre la salud 2020 (https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=HEALTH_STAT).

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 ha mostrado que la regulación, por sí misma, no asegura la solvencia de las isapres). Sin embargo, este riesgo está 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, con la última información disponible a la fecha se registraba un total de 7.115 (18,6% de la oferta total de camas).³ 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.

³ Fuente: http://www.clinicasdechile.cl/wp-content/uploads/2020/04/MEMORIA_FINAL_2019.pdf, ultima información disponible a la fecha, en la memoria 2020 solo entrega datos de las camas críticas (1.300 camas críticas en el sistema nacional)

A su vez, la compañía mantiene una participación del 11,4% 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 2021, los ingresos (sin ajustes por consolidación) se dividen en un 67,9%, 32,0% y un 0,7%, respectivamente. Es importante mencionar, que la pandemia significó una restricción a la operación del segmento ambulatorio, lo que explica, en parte, el incremento en la participación del sector hospitalario en la generación de ingresos de 2020, tal como se muestra en la Ilustración 1.

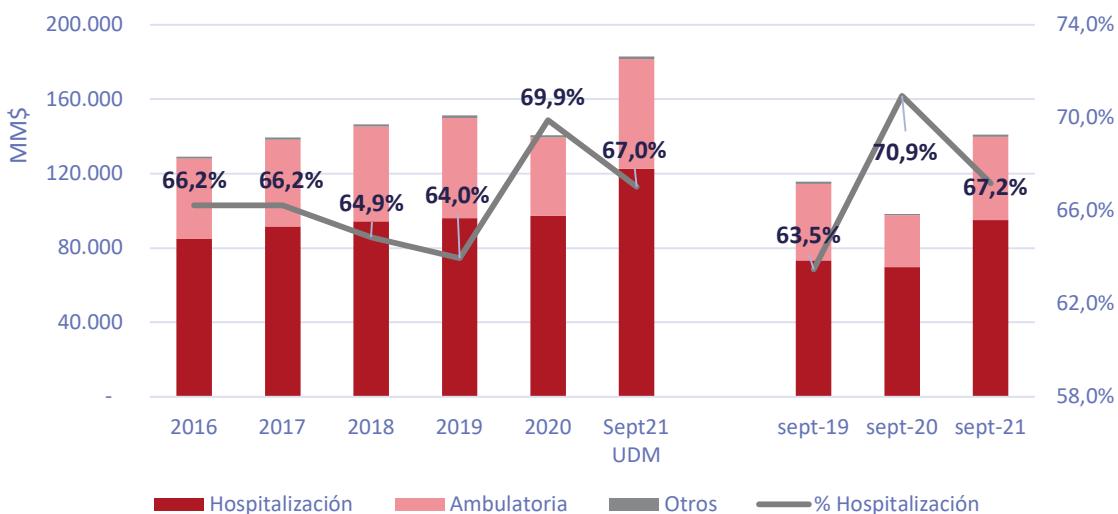


Ilustración 1: Distribución de ingresos (2016-sept2021)

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 66,5% de los ingresos totales de la compañía en el período 2016-sept2021.

Para el término del año 2020 esta área contaba con alrededor de 444 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 una disminución en el último periodo de la disponibilidad por remodelaciones. Además, a 2020 el sector hospitalario presento una ocupación de 67,1%. Y para junio 2021 una ocupación de 76,4%. 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 aproximadamente a 670 camas en el año 2027 (manteniendo constante el número en la sede de providencia).



Ilustración 2: Evolución N° de camas (2016-jun2021)

Evolución de ingresos, margen bruto y ganancia

En cuanto a los ingresos, muestran una tendencia creciente en el sector hospitalario, llegando a fines del año 2020 a \$ 97.415 millones y alcanza en el tercer trimestre del año 2021 ingresos por \$ 95.049 millones (sin anualizar). La ganancia bruta, muestra una disminución entre 2019 y 2020, alcanzando en 2019 un margen bruto de 26,4% y en 2020 un margen bruto de 21,3%, sin embargo, en 2021 ya se aprecia un recupero de los indicadores, finalizando este indicador en 26,2%, como se aprecia en la Ilustración 3.

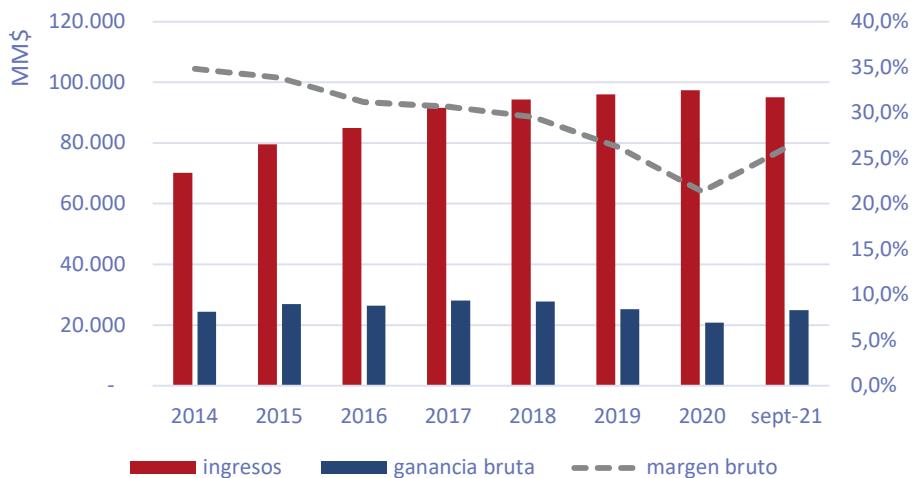


Ilustración 3: Evolución ingresos segmento hospitalario, ganancia y margen brutos (2014-sept2021)

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 2021 un 32,0% 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 \$ 42.053 en 2020 y para septiembre ya se observa un recupero finalizando el tercer trimestre en \$ 44.769 millones. El margen bruto, que había llegado a 28,4% a fines de 2019, se redujo a 21,5% en 2020, sin embargo, como se muestra en la Ilustración 4, se aprecia un aumento del margen bruto en septiembre 2021 llegando a 29,3%.



Ilustración 4: Evolución ingresos segmento ambulatorio, ganancia y margen brutos (2014-sept2021)

Las atenciones de urgencia registraron una caída en el año 2020, llegando a 47.517 atenciones en comparación con las 76.567 atenciones en 2019, como se puede observar en la ilustración 5.

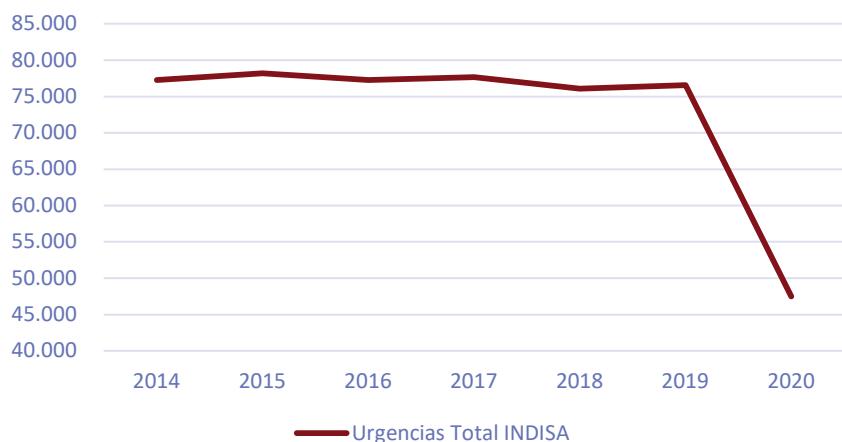


Ilustración 5: Evolución de las atenciones de urgencia (2014-2020)

Durante 2020 **INDISA** presentó un total de 542.365 consultas, lo cual implicó el número más bajo de consultas en los períodos analizados, cabe mencionar que entre 2014 y 2019 el número de consultas crecieron un 34%, finalizando en 2019 con el número más altos de consultas (743.643 consultas).

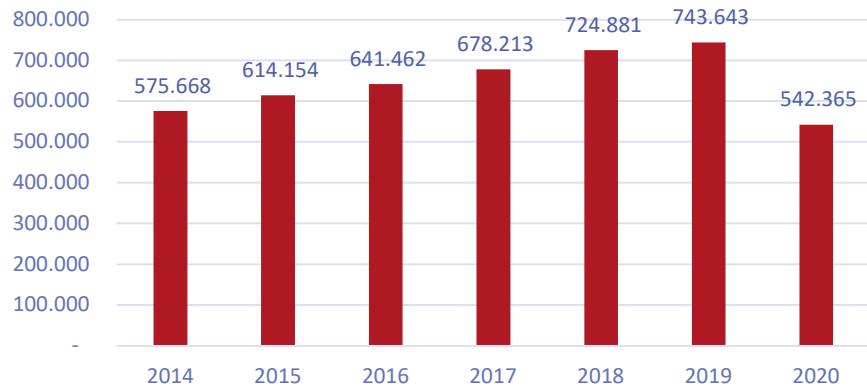


Ilustración 6: Evolución número de consultas médicas (2014-2020)

En cuanto a los exámenes de laboratorio durante 2014 y 2020 estos presentaron un crecimiento de un 30,3%, llegando en 2020 a 2.113.235 exámenes de laboratorio, su valor más alto del periodo, como se puede apreciar en la Ilustración 7.

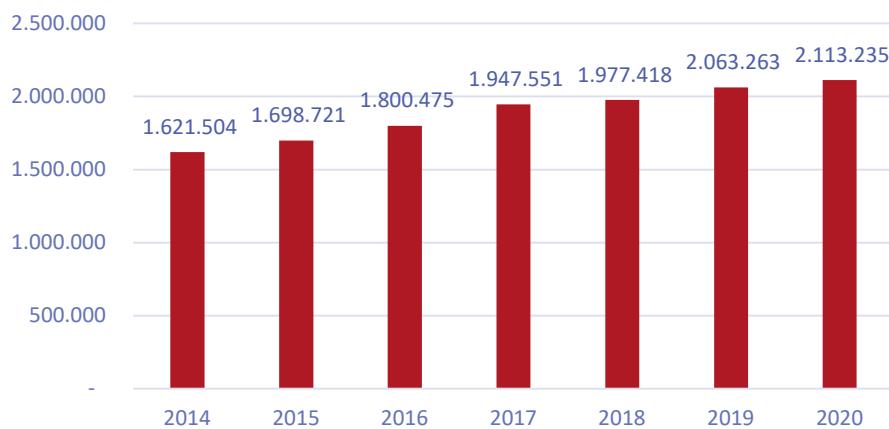


Ilustración 7: Evolución de exámenes de laboratorio (2014-2020)

Análisis financiero⁴

Evolución de los ingresos y EBITDA

A septiembre de 2021, los ingresos anualizados de **INDISA** alcanzaron los \$ 184.997 millones, lo que significó una un aumento de 26,9% respecto a 2020.

⁴ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a septiembre de 2021.

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. Sin embargo, en el año móvil 2021 finalizado en septiembre, el EBITDA se recupera alcanzando los \$ 28.256 millones, en tanto el margen EBITDA se situó en 15,3% (ver Ilustración 8).

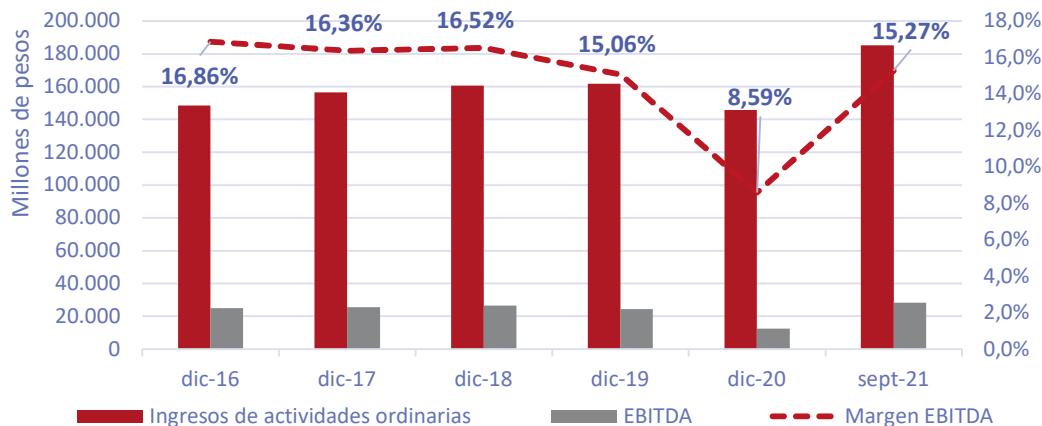


Ilustración 8: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2016-sept2021 anualizado)

Endeudamiento

La razón de endeudamiento de **INDISA** medido como el pasivo total sobre el patrimonio a septiembre de 2021 llegó a 1,32 veces, apreciándose una leve tendencia creciente en las últimas observaciones desde 2019, producto, entre otros, de la construcción del centro clínico de Maipú, como se puede observar en la siguiente Ilustración.

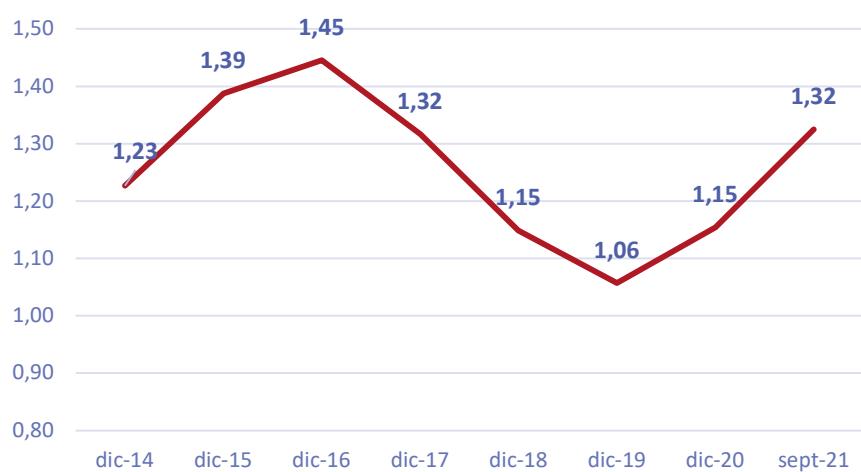


Ilustración 9: Pasivo exigible / Patrimonio (2014-sept21 anualizado)

A septiembre 2021 el 90,7% de la deuda financiera correspondía a préstamos bancarios y un 9,3% a arrendamientos financieros.

Producto de la caída del EBITDA en las observaciones del año 2020, en la Ilustración 10 se aprecia el incremento de la relación Deuda Financiera/EBITDA a 5,2 en 2020. En cuanto al índice deuda financiera sobre Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP⁵) presenta un comportamiento más estable producto de la naturaleza del indicador FCLP, este ratio toma un valor de 3,4 veces de 2020. Para septiembre 2021 anualizado, el indicador finaliza en 3,53 veces y 2,77 veces, respectivamente. Es importante mencionar que INDISA ha incrementado su deuda producto de la construcción del centro en Maipú, inversión que ha futuro permitiría un aumento del Ebitda.

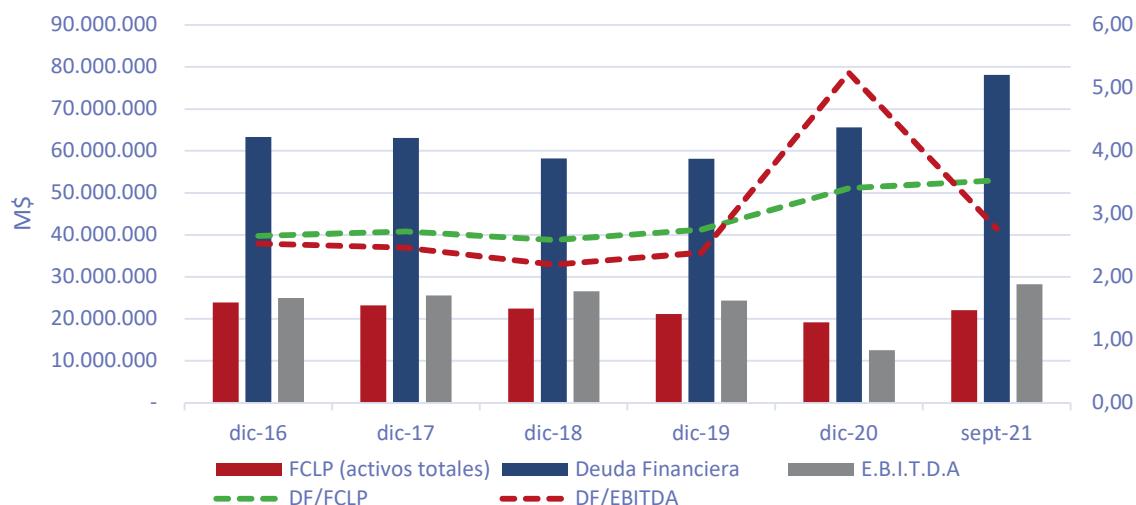


Ilustración 10: Evolución de la deuda financiera frente al FCLP y EBITDA 2016-sept2021)

La ilustración 11, muestra el calendario de vencimiento actual, donde se aprecia un alto vencimiento en el corto plazo consecuencia, principalmente, por un crédito de enlace para el financiamiento del proyecto en Maipú el cual, una vez finalizada la obra, se refinanciaría con un préstamo de largo plazo, lo que, de acuerdo a lo señalado por la compañía, se encuentra formalizado en un contrato entre la empresa y el financiador. Para el resto de los períodos INDISA cuenta con holgura en sus vencimientos y su capacidad de generación de flujos.

⁵ 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.

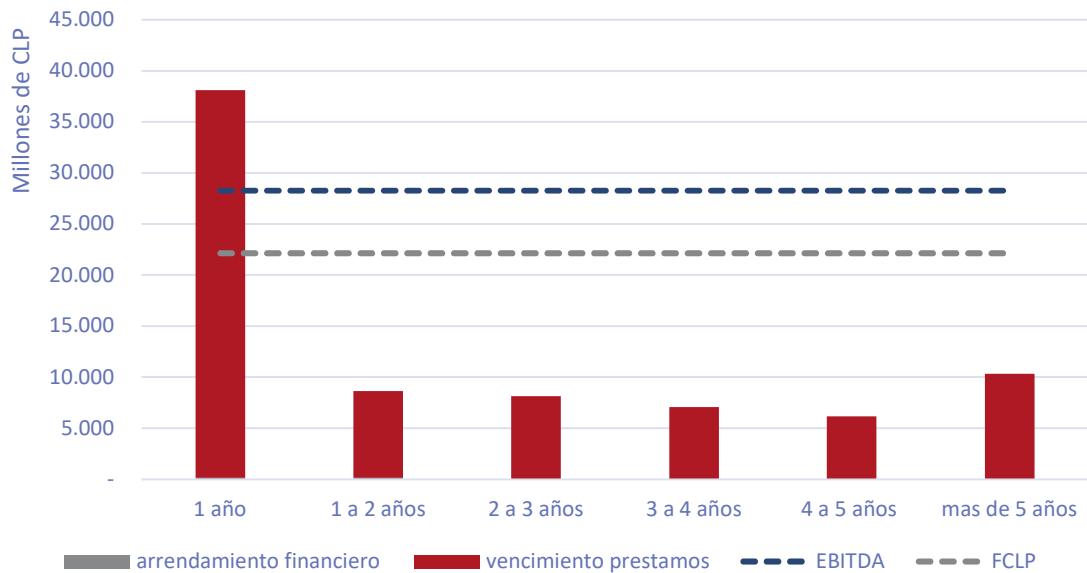


Ilustración 11: perfil de vencimiento. (EBITDA Y FCLP 2020)

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), presentó una tendencia decreciente en el período analizado, finalizando en septiembre 2021 en 0,97 veces, producto del crédito solicitado para el proyecto en Maipú, por el aumento en las cuentas por pagar a empresas relacionadas y por la provisión de dividendos por pagar que mantiene la empresa a la fecha. Exceptuando ese periodo, las más recientes observaciones dan cuenta de una caída de este indicador, pero, con todo, hasta 2020 el indicador se mantuvo sobre la 1 vez, lo que refleja el adecuado manejo de la liquidez por parte de la compañía, incluyendo el período de pandemia.

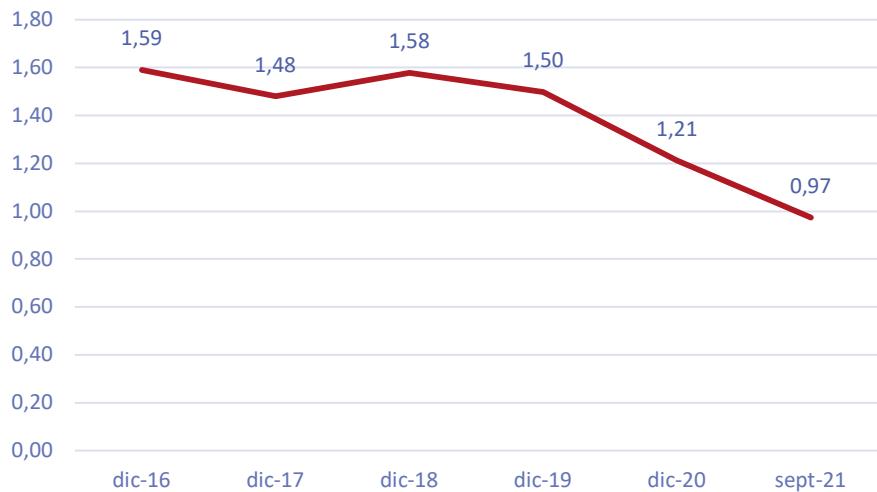


Ilustración 12: evolución de la liquidez medida como razón circulante (veces) (2016-sept2021)

Evolución de la rentabilidad⁶ y eficiencia

Como se puede ver en la ilustración 13 el indicador gasto de administración sobre ingresos se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, fluctuando entre 14,7% y 17,2% (este último porcentaje influenciado por la crisis sanitaria). A septiembre de 2021 ese indicador toma un valor de 14,7%, el más bajo del período analizado, como consecuencia del aumento de los ingresos presentando en este último periodo, en comparación con gastos de administración más inerciales. En cuanto al indicador costos de venta sobre ingresos, también muestra un descenso en las últimas observaciones, alcanzando un valor de 73,5% en septiembre 2021, similar a lo obtenido en el año 2019.

⁶ Rentabilidad operacional :Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio :Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
 Rentabilidad total del activo :Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

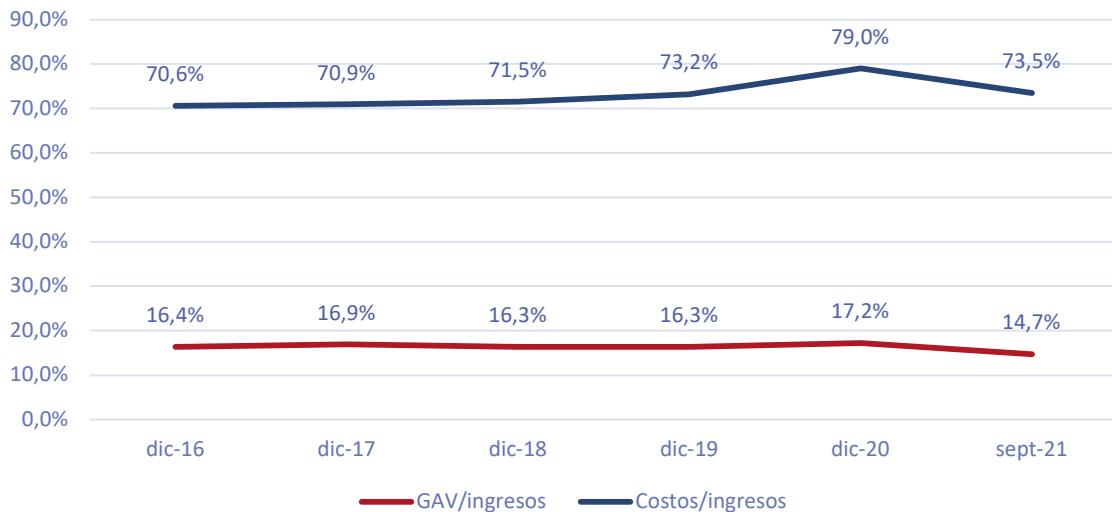


Ilustración 13: Evolución gastos de administración y costos de venta sobre ingresos (%) (2016-sept2021)

En cuanto a los distintos indicadores de rentabilidad presentaron un marcado descenso para 2020, algo que fue un comportamiento general en la industria, registrando las rentabilidades más bajas del periodo analizado; sin embargo, para 2021 ya se espera una normalización en las rentabilidades e incluso valores más altos que períodos prepandemia, finalizando para septiembre 2021 anualizado una rentabilidad operacional de 11,5%, una rentabilidad sobre el patrimonio de 20,9% y una rentabilidad sobre activo de 10,4%.

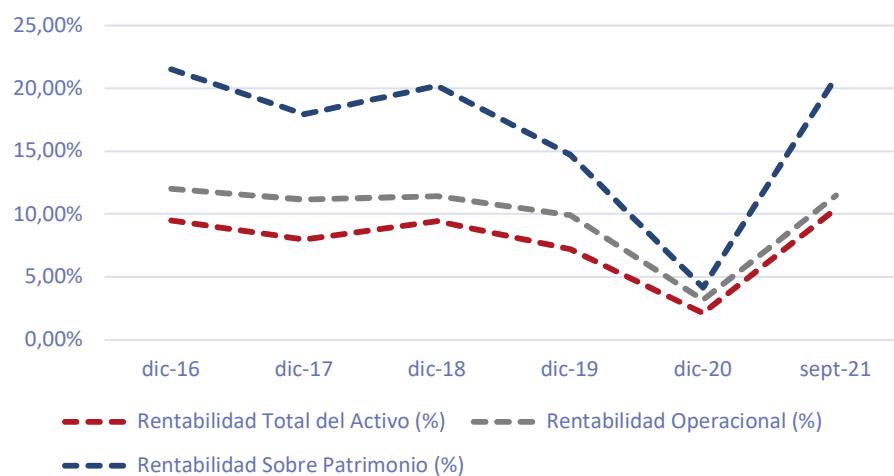


Ilustración 14: Evolución de las rentabilidades (%) (2016-sept2021)

Ratios financieros⁷

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Liquidez (veces)	1,50	1,50	1,49	1,46	1,35	1,43
Razón Circulante (Veces)	1,59	1,48	1,58	1,50	1,21	0,97
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,58	1,48	1,56	1,49	1,20	0,96
Razón Ácida (veces)	1,56	1,45	1,55	1,47	1,17	0,94
Rotación de Inventarios (veces)	73,87	81,81	85,03	80,67	55,06	51,23
Promedio Días de Inventarios (días)	4,94	4,46	4,29	4,52	6,63	7,12
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,08	3,01	3,26	3,07	2,72	2,82
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	118,57	121,17	111,96	119,01	134,34	129,49
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,76	3,01	4,51	4,97	4,01	4,67
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	132,44	121,25	81,00	73,48	90,98	78,10
Diferencia de Días (días)	13,87	0,08	-30,97	-45,53	-43,36	-51,39
Ciclo Económico (días)	8,93	-4,38	-35,26	-50,05	-49,99	-58,51
Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Endeudamiento (veces)	0,59	0,57	0,53	0,51	0,54	0,57
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,45	1,32	1,15	1,06	1,15	1,32
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,82	0,92	0,90	1,07	1,51	2,02
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,53	2,46	2,19	2,39	5,24	2,77
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,40	0,41	0,46	0,42	0,19	0,36
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,57%	61,75%	60,88%	63,12%	64,68%	63,91%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,29%	0,97%	10,32%	8,62%	4,39%	8,49%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,88	5,08	5,72	4,55	1,23	7,48

⁷ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Margen Bruto (%)	29,39%	29,06%	28,50%	26,77%	21,01%	26,53%
Margen Neto (%)	10,09%	8,59%	10,11%	7,74%	2,49%	10,13%
Rotación del Activo (%)	83,97%	87,05%	89,83%	90,25%	77,00%	86,19%
Rentabilidad Total del Activo (%)	9,48%	7,97%	9,45%	7,22%	2,12%	10,41%
Inversión de Capital (%)	130,75%	128,77%	118,32%	114,58%	119,31%	130,82%
Ingresaos por Capital de Trabajo (veces)	5,36	6,65	6,15	6,84	11,26	-87,30
Rentabilidad Operacional (%)	12,01%	11,14%	11,43%	9,90%	3,18%	11,48%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	21,51%	17,94%	20,20%	14,71%	4,15%	20,90%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	66,79%	66,74%	67,16%	68,60%	74,21%	70,00%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	70,61%	70,94%	71,50%	73,23%	78,99%	73,47%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	16,35%	16,90%	16,32%	16,34%	17,20%	14,73%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	27,80%	25,39%	24,33%	19,81%	6,35%	24,34%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	16,86%	16,36%	16,52%	15,06%	8,59%	15,27%

Otros indicadores	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,56%	0,32%	0,66%	0,58%	0,54%	1,22%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	13,41%	13,45%	14,95%	15,09%	13,35%	10,68%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	3,37%	2,62%	2,89%	2,91%	3,18%	3,39%
Capital sobre Patrimonio (%)	19,58%	17,89%	78,31%	72,73%	70,24%	64,53%

“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.”