



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Empresas Red Salud S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Benjamín Espinosa R.
Aldo Reyes D.
benjamin.espinosa@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Marzo 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 de diciembre 2021 ¹

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda	
Líneas de bonos a 30 años Serie C (BREDS-C)	N° 698 de 21.12.2011 Primera emisión
Línea de bonos a 10 años Serie E (BREDS-E)	N° 860 de 25.07.2017 Primera emisión
Línea de bonos a 30 años	N° 861 de 25.07.2017
Línea de bonos Serie K (BREDS-K)	N° 1089 de 31.08.2021 Primera emisión
Línea de bonos Serie L (BREDS-L)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M US\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de activ. ordinarias	335.858.485	348.758.231	386.245.613	416.043.066	398.513.606	567.056.559
Costo de ventas	-257.926.528	-267.227.606	-289.768.455	-314.814.811	-319.830.794	-427.822.856
Margen bruto	77.931.957	81.530.625	96.477.158	101.228.255	78.682.812	139.233.703
Gastos de administración	-55.965.610	-63.124.311	-72.676.357	-76.500.876	-72.312.238	-88.559.542
Otras ganancias (perdidas)	875.671	824.184	18.307.711	1.947.975	3.129.994	1.320.419
Resultado operacional	22.842.019	19.230.498	23.800.801	24.727.379	6.370.574	50.674.161
Costos financieros	-9.424.667	-8.967.361	-10.093.105	-10.387.028	-11.580.722	-10.777.423
Utilidad del ejercicio	9.147.392	4.923.103	21.103.392	7.754.723	-5.368.181	24.070.901
EBITDA ²	37.022.930	34.902.187	41.110.020	46.403.394	31.131.645	75.368.806

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2021 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de *Humphreys* está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Reportado por la compañía en sus estados financieros, sumando el margen bruto menos gastos de administración y ventas, más la depreciación y amortización.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M US\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Activos corrientes	100.466.166	115.570.207	111.036.093	112.352.153	161.052.430	180.052.875
Activos no corrientes	290.597.425	293.289.741	307.719.405	353.794.676	401.142.215	409.986.698
Total activos	391.063.591	408.859.948	418.755.498	466.146.829	562.194.645	590.039.573
Pasivos corrientes	96.974.234	109.664.603	111.547.290	143.408.496	135.432.101	187.792.116
Pasivos no corrientes	162.778.564	169.590.723	170.109.160	184.905.772	241.525.046	200.168.206
Total Pasivos	259.752.798	279.255.326	281.656.450	328.314.268	376.957.147	387.960.322
Patrimonio Total	131.310.793	129.604.622	137.099.048	137.832.561	185.237.498	202.079.251
Total patrimonio y pasivos	391.063.591	408.859.948	418.755.498	466.146.829	562.194.645	590.039.573
Deuda financiera ³	178.221.191	197.911.887	208.423.070	247.510.839	274.089.785	258.626.726

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Empresas Red Salud S.A. (RedSalud) es una sociedad *holding* constituida en 2008, que mediante sus filiales, participa en actividades de prestaciones propias del área de la salud. A diciembre de 2021, está constituida por una red de 9 clínicas y 42 centros de atención médica y dental que se extienden desde Arica hasta Punta Arenas.

La entidad es controlada por Inversiones La Construcción S.A. (ILC), firma que gestiona las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. Sus filiales más importantes son Centros Médicos y Dentales RedSalud (99,99%), Clínica RedSalud Vitacura (99,99%), Clínica RedSalud Providencia (99,99%), Clínica RedSalud Santiago (99,99%), Clínica RedSalud Iquique (92,20%), Administradora de Clínicas Regionales Seis (100%) y Red Oncosalud (100%).

A diciembre de 2021, RedSalud generó ingresos por \$567.057 millones y un EBITDA de \$75.368 millones. A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba a \$258.627⁴ millones, con un patrimonio total consolidado de \$202.079 millones.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de RedSalud en "*Categoría A*" se ha considerado como elemento relevante la consistencia del modelo de negocio que desarrolla el grupo de empresas que forman el *holding*, tanto de manera individual como agregada. En efecto, la actual estructura operativa permite la entrega de una extensa y completa gama de servicios médicos –desde consultas médicas y dentales hasta intervenciones quirúrgicas de alta complejidad- accediendo a una amplia base de clientes, diversificados en términos de prestaciones entregadas y ubicación geográfica. Estas características permiten el desarrollo de sinergias, el acceso a economías de escala, diversificación geográfica y una sólida posición competitiva.

³ La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos desde el año 2019 en adelante.

⁴ A diciembre 2021 las obligaciones por arrendamiento financiero alcanzaron los \$ 80.993 millones (efecto IFRS 16 alcanzó los \$ 24.623 millones).

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

La categoría de riesgo asignada también reconoce que RedSalud es filial de Inversiones La Construcción (ILC), sociedad con información pública y un elevado nivel de solvencia. Cabe señalar, que ILC es controlada por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), entidad de reconocido prestigio en el ámbito nacional.

En relación con el párrafo anterior y dentro de los aspectos que se han incorporado como positivos, se incluye la experiencia y formación de los equipos directivos a nivel de filiales y de matriz. Asimismo, se considera un elemento favorable que el controlador de RedSalud participe desde sus orígenes en la mayoría de las empresas productivas, siendo un actor relevante en el negocio de seguros de salud (isapres), lo que le permite conocer a cabalidad este sector.

Por otra parte, a juicio de *Humphreys*, la cuantía de los activos fijos de propiedad de la sociedad –susceptibles de entregar en garantía o de operaciones de *leaseback*– facilitan su acceso al mercado del crédito y su flexibilidad financiera.

Otros elementos favorables incluidos en la evaluación son el buen posicionamiento de la marca, la amplitud de su mercado objetivo, las fortalezas propias de los centros médicos y dentales RedSalud junto con las clínicas RedSalud Providencia y Vitacura (por ejemplo, su ubicación y nivel de ocupación). A lo anterior, se agrega el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de RedSalud, en relación con su nivel de deuda individual, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas de la salud que transan en bolsa.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración por deudores, que en la práctica -dada la estructura de seguros de salud en Chile- corresponden a siete entidades, básicamente Isapres y Fonasa, 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). Pese a esto, a juicio de *Humphreys*, este riesgo, en general, tiene baja probabilidad de manifestarse lo cual no inhibe su manifestación como lo han mostrado hechos en el pasado, además este riesgo es transversal a todos los participantes de la industria. En este punto es importante mencionar el cambio producido en 2021 donde Fonasa tomo mayor participación dentro de los deudores de la compañía analizada, producto de la integración de la red de salud, como una de las medidas del gobierno para afrontar el periodo de pandemia.

Otro elemento incluido en el proceso de evaluación se relaciona con la concentración de los ingresos y el EBITDA por establecimientos médicos. Aun cuando se reconoce que la concentración ha disminuido en el tiempo, algunas todavía representan un porcentaje relevante de las ventas del grupo.

La rápida obsolescencia de los equipamientos también fue analizada en la evaluación, pues genera inversiones recurrentes que presionan la caja de la compañía. Pese a lo anterior, la sociedad tiene la posibilidad de reubicación de los mismos (por su extensa red) y existen en el mercado posibilidades de financiamiento (*leasing*).

Es importante destacar que la clasificación de riesgo incorpora el hecho de que los niveles de deuda de la compañía están asociados, en gran parte, a activos en etapa de ejecución u operativos, pero cuya generación de flujo aún no alcanza su total consolidación. Dado lo anterior, la situación actual de RedSalud subestima su capacidad de generación de flujos de largo plazo, la que debiera incrementarse en los años venideros, una vez que la clínica RedSalud Santiago y la clínica RedSalud Vitacura alcancen todo su potencial por un periodo de tiempo que permita presumir que es representativo del futuro. Además, se espera un mayor crecimiento en el

EBITDA impulsado por nuevas inversiones en CMD (Centros médicos y dentales), tanto en equipamiento como en nuevos centros que iniciaron su operación en los últimos años.

Producto de la crisis provocada por el Covid-19, la compañía durante el segundo trimestre de 2020 disminuyó significativamente sus ingresos y su EBITDA, previendo lo anterior, la empresa llevó a cabo un adecuado y prudente plan de reforzamiento de su liquidez. De todos modos, durante 2021 se observa el repunte en la actividad del sector salud, en donde RedSalud comenzó a mostrar mejoras, presentando para el tercer trimestre del año 2021 en adelante una recuperación en los Ingresos y EBITDA considerable en todos los servicios prestados (ambulatorio, dental y hospitalario), crecimiento atribuible tanto al cese de las restricciones, como a la reanudación de tratamientos o controles postergados durante los periodos más duros de la crisis.

A futuro, la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que la maduración y rentabilidad de las inversiones sean superiores y consistentes en el tiempo, respecto a lo que *Humphreys* ha asumido en su evaluación.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocios con elevadas sinergias entre sus distintas áreas operativas y amplia cobertura nacional.
- Buenas perspectivas en la demanda.

Fortalezas complementaria

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

Fortalezas de apoyo

- Buen posicionamiento de marcas.

Riesgos considerados

- Importancia relativa de activos que aún no están consolidados, en términos de ingresos y niveles de inversión futuros (riesgo transitorio, en descenso y controlado dentro de lo posible).
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Concentración de ingresos y EBITDA por establecimiento médico (riesgo de menor impacto).
- Industria con un alto nivel de competencia.
- Rápida obsolescencia del equipamiento médico, que presiona la caja de la compañía por el nivel de inversiones requerido (riesgo de baja magnitud).

Hechos recientes

Resultados a septiembre 2021

A septiembre de 2021, la empresa obtuvo ingresos de explotación consolidados por \$419.238 millones, lo que representó un aumento de un 54,6% respecto a igual período del año anterior. Explicado principalmente por la recuperación de la actividad impactada en 2020, presentando crecimientos de 68% para los servicios ambulatorias y dentales y 48% para las clínicas.

En septiembre de 2021, los costos de explotación alcanzaron los \$314.712 millones, lo que implicó un aumento de 40,6% respecto a septiembre de 2020. Lo anterior produjo que la compañía tuviera una ganancia bruta que llegó a \$ 104.526 millones, lo que significa un aumento de 120,7% generando un ratio margen bruto sobre ingresos de 24,9% (17,5% septiembre 2020).

A la misma fecha, el total de gastos de administración sumó \$ 62.587 millones lo que significó un aumento de 16,2% respecto al periodo anterior. Esto producto principalmente de la mayor venta hospitalaria y ambulatoria, un mayor gasto en personal, computacional y publicidad. El resultado final del ejercicio alcanzó una ganancia de \$ 21.285 millones, a diferencia del periodo anterior donde presentó una pérdida de \$ 12.602.

Por su parte, el EBITDA consolidado de la compañía ascendió a \$60.075 millones, lo que implica una recuperación y aumento importante con respecto a los \$ 11.912 millones del mismo periodo del año anterior.

La deuda financiera consolidada de RedSalud pasó de \$284.299 millones, en diciembre de 2020, a \$252.460 millones, en septiembre de 2021, lo que representa una disminución de 11,2%. Esta disminución se debe, principalmente, al vencimiento de pasivos financieros durante el periodo analizado, junto con el pago de la deuda financiera de corto plazo ya que, durante el año 2020, la compañía tomó deuda adicional para mantener sólidos niveles de liquidez, pasando de una caja de \$4.761 millones en diciembre de 2019 a \$29.340 millones a septiembre de 2020 (la caja para septiembre 2021 es de \$ 27.271 millones).

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Sólida estrategia de negocios: La empresa basa su estrategia de negocios en una amplia variedad de prestaciones, extendida en todo el territorio nacional, lo que le permite generar sinergias entre los distintos operadores de su red, entregar una atención global y efectuar servicios cruzados entre las diferentes clínicas y centros de atención, manteniendo al cliente fidelizado. En conjunto, la red genera más de 17 millones⁵ de prestaciones; a la fecha dispone de 961 camas⁶ y 1.558 boxes de los cuales 458 pertenecen a dentales, 968 a médicos y 132 urgencias. Esta estrategia llevó a la compañía a poder realizar una adecuada adaptación a las nuevas necesidades que trajo la pandemia brindando o potenciando nuevos servicios como la telemedicina y realizando cirugías en el día. Complementariamente, Red Salud cuenta con un proyecto estratégico a 2025 para fortalecer su red de salud.

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile posee mayor esperanza de vida lo que se produce en una tendencia al envejecimiento de ésta. La experiencia muestra que, por lo general, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más. Según proyecciones demográficas del INE⁷, actualmente, el 17,6% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, ahora en 2022, a 18,1% y en 2030 a 22,3%.

Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 9,4%⁸ del PIB, ubicándose sobre el promedio de los países de la OCDE, (el cual llega a 8,8% en 2019 y 2020 a 6,5%), pero aun lejano a países más desarrollados. Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo, Plan Auge, también favorecen el desarrollo del sector. Las cifras históricas avalan esta postura, de acuerdo a la última información disponible, desde el año 2008 a 2018, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 170,7%⁹.

Apoyo de la matriz: La compañía cuenta con el respaldo de la Cámara Chilena de la Construcción, entidad que, en conjunto con su red social e inversiones, administra recursos destinados al gasto social, y conforma la red social privada más grande de Chile. Por su parte, el vehículo de inversión del gremio, ILC, presenta una sólida posición financiera que se refleja en una elevada capacidad de pago, sumado al hecho que ILC cuenta en sus contratos de emisiones de bonos con cláusulas de *cross default* con sus filiales relevantes, siendo una de ellas RedSalud. El constante apoyo de la matriz queda reflejado dado que en octubre de 2020 se realizó un aumento de capital por parte de la matriz por \$15.000 millones.

Cabe señalar, que el patrimonio de la sociedad matriz, a septiembre de 2021, asciende a \$933.102 millones. De esta manera, el patrimonio de RedSalud equivale al 21,5% del patrimonio de ILC.

Experiencia y formación de los equipos directivos: El equipo directivo de RedSalud y sus filiales a lo largo del país, cuenta con elevada experiencia, tanto en temas de administración, como médicos, lo que se traduce en un amplio conocimiento del sector, su evolución y demanda. Gran parte de sus equipos directivos, tanto en materias de salud como de otra índole, operan desde hace diez o más años en las respectivas filiales.

⁵ Considera Intervenciones quirúrgicas, consultas médicas, consultas de urgencia, consultas dentales, exámenes de laboratorio e imagenología.

⁶ Considera camas instaladas de médico quirúrgico, ginecología y unidad de paciente crítico.

⁷ Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE. (proyecciones de la población, base 2017).

⁸ Fuente: obtenido de los gastos por salud sobre GDP de todos los países de la OCDE (<https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>)

⁹ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones 2020. (<https://www.clinicasdechile.cl>)

Posicionamiento de mercado: RedSalud se ha posicionado como uno de los principales prestadores de servicios en el área de salud, contando con nueve clínicas y 42 centros de atención ambulatoria y dental. Asimismo, sus filiales poseen marcas reconocidas y valoradas en el mercado¹⁰, y con amplia trayectoria (Clínicas RedSalud Vitacura y Providencia y Centros Médicos y Dentales RedSalud, estando presente también las demás clínicas como RedSalud Santiago y las clínicas regionales). La red representa, aproximadamente, el 14,5%¹¹ de las camas perteneciente a las clínicas privadas del país, además, lleva a cabo al rededor del 2,97%¹² de las consultas médicas realizadas en el país y es líder en el mercado dental.

De manera adicional según información enviada por la compañía, RedSalud recibió el primer lugar como el centro de salud con mejor experiencia en el servicio y lealtad del consumidor, junto con ser la marca más valorada por los chilenos en la categoría de Clínicas y Centros Médicos en Chile 3D.

Importancia relativa del activo fijo: La empresa, en términos consolidados, mantiene cerca de \$ 166,1 millones en propiedades, plantas y equipos libres de garantía susceptibles de ser entregados en garantías o de operaciones de *leaseback*. Esto equivale a 1,3 veces la deuda financiera libre de garantía. Esta situación dota de flexibilidad financiera al emisor en caso de entornos económicos y financieros restrictivos.

Elevado valor de los activos¹³: De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas ligadas al rubro de la salud (clínicas) que transan en bolsa, el valor económico de las filiales de RedSalud es casi 3,0 veces la deuda financiera individual de RedSalud, si consideramos la valorización a 2022 con los estados financieros de septiembre de 2021 es de 1,6 veces (dadas las bajas utilidades obtenidas por la pandemia).

Factores de riesgo

Elevado nivel de endeudamiento: Las constantes inversiones en ampliación y mantenimiento habían llevado a un elevado nivel de endeudamiento relativo del emisor y creciente en los últimos años, pasando de una deuda financiera de \$178.221 millones, en 2016, \$252.460 millones a septiembre de 2021 (aumento de un 41,6%). Se debe mencionar que, dentro de la deuda están considerados los arriendos financieros y el aumento de deuda tomada por la empresa para reforzar su liquidez; aunque se reconoce la disminución de 7,9% respecto a 2020 dado el vencimiento de pasivos financieros y pago de deuda de corto plazo tomada el año anterior. Es importante mencionar en este punto la tendencia decreciente que ha tenido en el último periodo la relación deuda financiera sobre EBITDA (en parte por el EBITDA extraordinario obtenido el 2021), finalizando en diciembre 2021 en 3,1 veces. (8,8 veces en 2020).

Consolidación de las inversiones: Si bien el endeudamiento de la compañía es consistente con los niveles de inversión realizados, su valor relativo actual respecto a la generación de caja no es representativo de su valor de largo plazo aún, y solo será conocido una vez que maduren totalmente las más recientes inversiones de la compañía, sin perjuicio que, se reconocen los avances en la consolidación de estas.

Concentración de ingresos por establecimiento médico (riesgo acotado): La mayor parte de los ingresos está concentrado en Centros Médicos y Dentales RedSalud (34,6%), Clínicas Regionales (22,5%), Clínica RedSalud

¹⁰ A juicio de *Humphreys*, el cambio de nombre de algunas clínicas no debiera afectar este hecho (por la asociación con sus respectivas ubicaciones).

¹¹ En base a datos de Clínicas de Chile a diciembre de 2020.

¹² Calculado en base a consultas médicas (Isapres y MLE Fonasa) reportadas por Clínicas de Chile A.G. en su documento "dimensionamiento del sector privado en Chile: actualización a cifras año 2018".

¹³ El cálculo de la importancia de los activos corresponde a un cálculo de comparables hecho por la clasificadora para una aproximación.

Santiago (16,2%), Clínica RedSalud Providencia (12,2%) y Clínica RedSalud Vitacura (10,3%)¹⁴. Esta condición podría llevar a una baja importante en los ingresos y generación de caja de RedSalud ante un siniestro que pudiera afectar a alguno de los inmuebles, sin perjuicio de reconocer que las existencias de seguros, incluidas pérdidas por paralización mitigarían las mermas, no así las presiones en la liquidez de la empresa y los efectos comerciales. Además, se considera positivo que una baja en la demanda es poco probable.

Si bien esta situación ha mejorado a partir de 2015 por la consolidación de las Clínicas Regionales, el resto de las clínicas poseen aún algún grado de concentración.

Sin embargo, el análisis considera que Centros Médicos y Dentales RedSalud por sí solo presentan una alta diversificación de sus ingresos, ya que cuenta con 42 centros médicos y dentales, distribuidos a lo largo de todo Chile, lo que hace poco probable un siniestro que pudiese afectar a la red como un todo.

Concentración de deudores: En la práctica, dada la estructura de seguros de salud en Chile, los ingresos de RedSalud provienen principalmente de Fonasa e isapres nacionales, lo que se traduce en una concentración de los ingresos de la compañía en pocos deudores. Por ende, un escenario de iliquidez de alguna de estas entidades puede provocar una disminución de la recaudación de la compañía (con todo, se reconoce que la legislación obliga a las isapres a provisionar las cuentas por pagar con inversiones de bajo nivel de riesgo).

Cabe destacar, que esta situación es transversal en la industria de la salud, por lo que hace de suma importancia la flexibilidad financiera con la que cuenten los distintos prestadores para sortear un eventual *shock* negativo. También se reconoce que las isapres son entidades reguladas y dentro de las regulaciones se incluye la necesidad de generar reservas para el pago de sus obligaciones y constituir garantías en la Superintendencia de Salud.

Sumado a lo anterior, durante la pandemia y gracias a las medidas tomadas por la autoridad del país durante el Covid-19, se encuentra la integración de la red de salud público-privada produciendo un aumento en los paciente con Fonasa en la compañía, pasando de un escenario pre covid donde representaba cerca del 29% de los aseguradores a representar aproximadamente del 51% para junio 2021, manteniéndose sobre el 45% a diciembre 2021.

Obsolescencia de infraestructura medica: El rápido avance de la ciencia aplicada, proceso no ajeno al campo de la medicina, lleva a la recurrente necesidad de actualizar el equipamiento buscando tecnología avanzada, situación que presiona la caja de las empresas. Sin embargo, se reconoce que la extensa red del grupo podría permitir la reubicación de los equipos y que el uso de *leasing* operativo y/o financiero reduce las necesidades de inversión directa.

Industria con un alto nivel de competencia: El sector de salud privado en Chile ha tenido un importante desarrollo y, en términos de oferta de infraestructura, ha experimentado un fuerte crecimiento en el tiempo, ya sea por la construcción, ampliación y renovación de clínicas ligadas a las isapres, universidades y clínicas especializadas. Según cifras de la asociación gremial Clínicas de Chile A.G.¹⁵, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2019 existían 7.115 (18,6% de la oferta de camas total del país, en 2016 esta cifra se situaba a 6.914), mientras que, en el mismo periodo, los centros médicos pasaron de ser 717, en 2010, a 922 en 2019. Por un lado, esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital, de modo de mantener la posición relativa en la industria; por otro lado, estas constantes expansiones e inversiones podrían provocar una sobreoferta de camas.

Riesgo del sector: Entre estos se pueden distinguir los riesgos regulatorios, con sus posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector público, en particular si se mejora este tipo de

¹⁴ Datos calculados a diciembre 2021.

¹⁵ Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2018).

servicio y/o antes crisis económicas, y las necesidades de inversión en equipos dada su rápida obsolescencia (lo que en RedSalud se ve atenuado por la posibilidad de trasladar los equipos dentro de la amplia red asistencial). Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y las correspondientes presiones en costos que conlleva lo anterior.

Antecedentes generales

La compañía

RedSalud se creó en 2008, en la ciudad de Santiago. La compañía tiene por objeto el control y la responsabilidad del manejo de todas las empresas del área prestadora de salud, dependiente directa o indirectamente de ILC.

A septiembre de 2021, la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Centro Médico y Dental RedSalud, Clínica RedSalud Vitacura, Clínica RedSalud Providencia, Clínica RedSalud Santiago, Clínica RedSalud Iquique, Oncosalud, TI Red SPA. y Administradora de Clínicas Regionales Seis.

Composición de los flujos

Para llevar a cabo su modelo de negocios RedSalud cuenta con una amplia red de sucursales en distintas comunas de Santiago y regiones del país, tanto de centros médicos ambulatorios como centros hospitalarios. Como se puede ver en la ilustración 1, esta amplia red está compuesta por los Centros Médicos y Dentales (CMD) con un 34,6% de los ingresos totales a diciembre de 2021, Administradora de clínicas regionales (20,6%¹⁶ de los ingresos), Clínica RedSalud Santiago con un 16,2%¹⁷, Clínica RedSalud Providencia (12,2%¹⁷ de los ingresos), Clínica RedSalud Vitacura (10,3% de los ingresos) y por último la Clínica RedSalud de Iquique con 1,9% de los ingresos.

¹⁶ Sin considerar Iquique.

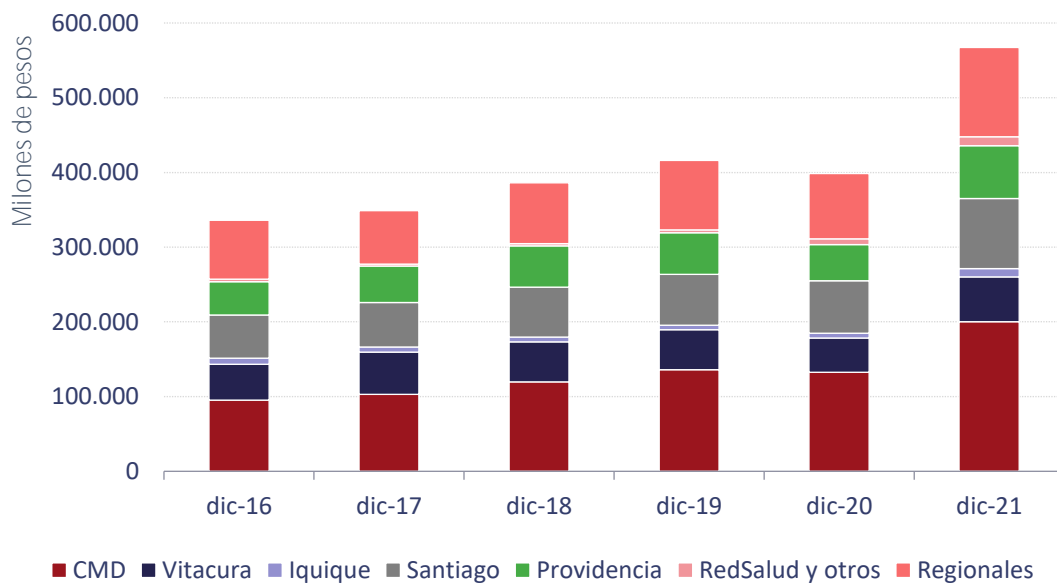


Ilustración 1: Distribución de ingresos (2016-2021)

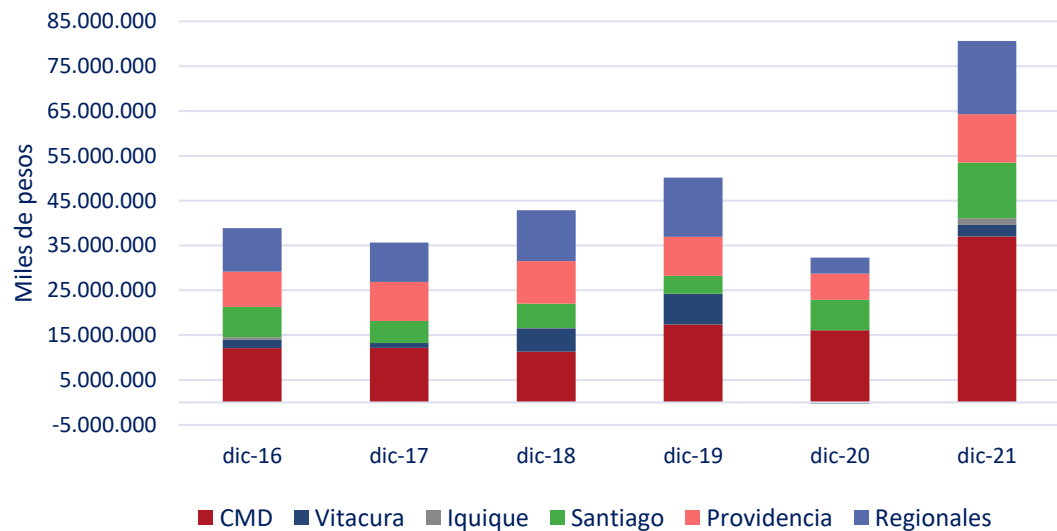


Ilustración 2: Distribución de EBITDA (2016-2021)

Líneas de negocio

Centros Médicos y Dentales RedSalud¹⁷

Centros Médicos y Dentales RedSalud (CMD RedSalud) fue creada en el año 2000 y es una amplia red ambulatoria, médica y dental, con amplia cobertura en el país teniendo una presencia desde Arica a Punta Arenas con 42 centros médicos y dentales.

Situación financiera CMD

En el año 2021, CMD RedSalud obtuvo ingresos por \$200.399 millones, lo que representa un aumento de 51,4% respecto al año anterior y utilidades por \$ 17.562 millones. Como ya se mencionó, los aumentos presentados se deben principalmente a la mayor actividad durante el año dado el cese de algunas restricciones y a la reactivación de tratamientos, consultas y atenciones postergadas durante el año 2020 con la pandemia.

El EBITDA de la compañía tuvo una recuperación de más del 130%, respecto de diciembre de 2020, finalizando el periodo con un resultado excepcional de \$37.003 millones, con un margen EBITDA de 18,5% (a diciembre 2020 era de 12,1%).

En la Ilustración 3 se muestra la evolución de los ingresos, resultado operacional, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación:

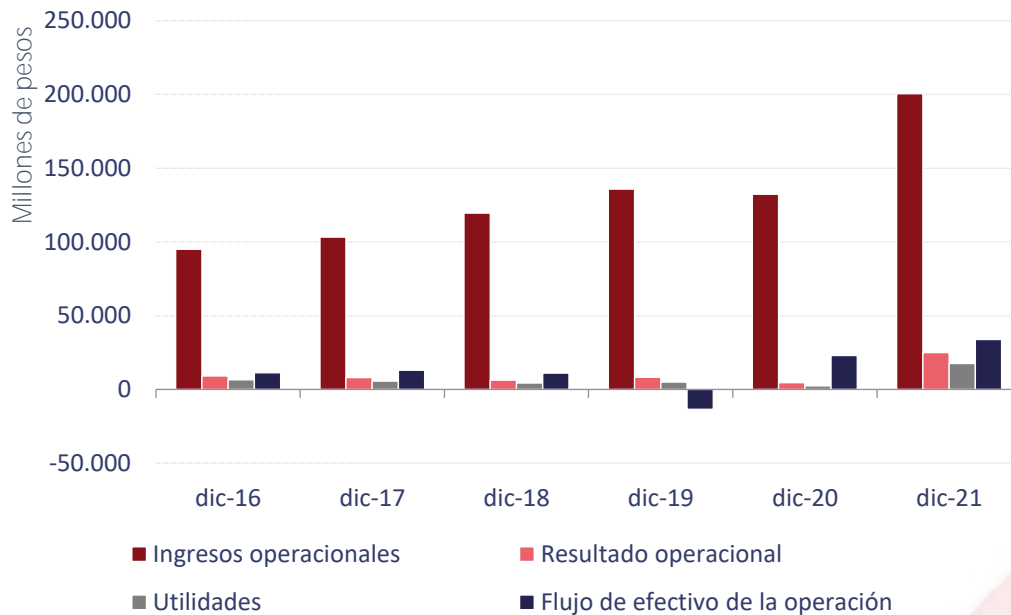


Ilustración 3: Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación para CMD (2016-2021)

¹⁷Ex Megasalud.

Administradora Clínicas Regionales Seis

Empresa que tiene como finalidad la inversión en clínicas y la prestación de servicios en el área de la salud. Esta sociedad consolida a Clínica RedSalud Elqui (La Serena), Clínica RedSalud Valparaíso (Valparaíso), Clínica RedSalud Rancagua (Rancagua), Clínica RedSalud Mayor Temuco (Temuco) y Clínica RedSalud Magallanes (Punta Arenas).

Situación financiera de Administradora Clínicas Regionales Seis

Este grupo de clínicas tuvo un nivel de ingresos, en el año 2021, igual a \$119.376 millones, superior en un 36,4% respecto de diciembre de 2020, con un EBITDA de \$16.361 millones lo que supera en más de 3,5 veces lo obtenido en el año anterior, lo que se tradujo en un aumento en el margen EBITDA de la sociedad llegando a 13,7% en el a 2021 (4,1% en 2020). Por su parte, la utilidad de la compañía fue de \$4.516 millones (a diferencia de la pérdida presentado el periodo anterior de \$ 1.970 millones).

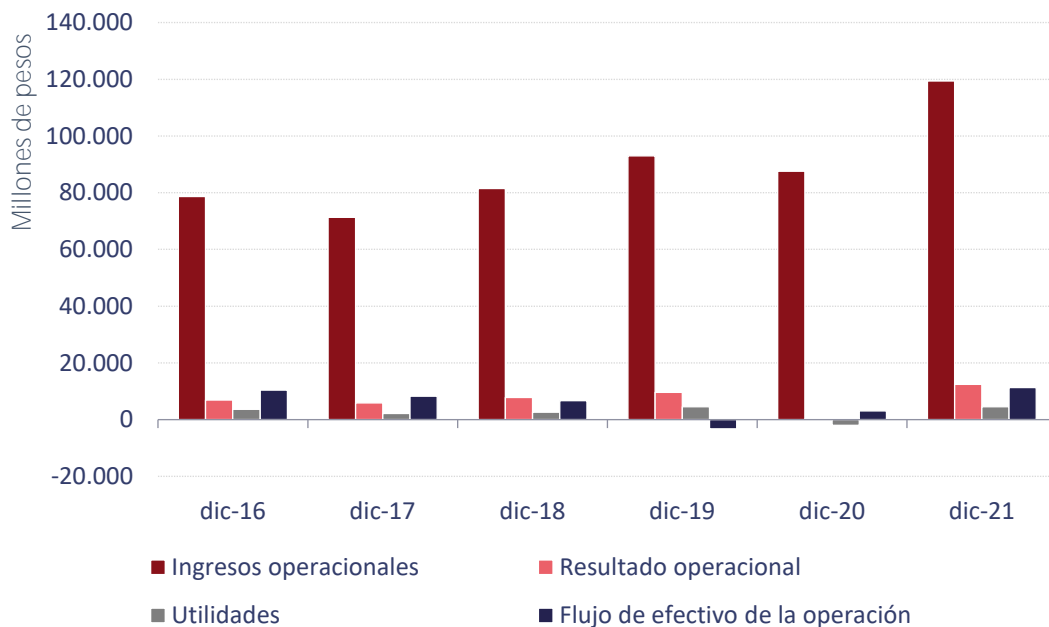


Ilustración 4: Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación para Clínica Regionales Seis (2016-2021)

Clínica RedSalud Santiago¹⁸

Clínica RedSalud Santiago fue inaugurada el primer trimestre de 2011 y es uno de los prestadores de salud de más alta complejidad dentro de las inversiones de la Cámara Chilena de la Construcción. El establecimiento ha sido concebido para poder dar atención a pacientes con enfermedades graves que requieren de equipamiento y profesionales especializados, que apoyados con unidades para pacientes críticos adultos, niños y recién nacidos, permite dar solución a una amplia gama de enfermedades.

¹⁸ Ex Clínica Bicentenario.

La clínica está ubicada en la comuna de Estación Central y cuenta con un total de 62.240 m² construidos, con una infraestructura de 268 camas instaladas censables, 19 pabellones quirúrgicos (generales y de gineco-obstetricia), 85 boxes de consultas médicas de especialidades y 27 salas de procedimientos.

Situación financiera de Clínica RedSalud Santiago

Durante el año 2021, obtuvo ingresos por \$93.994 millones lo que significó un crecimiento y recuperación de 34,6% respecto del año 2020. A su vez, el EBITDA de la compañía fue de \$12.390 millones, lo que representó un aumento de 82,5%, respecto al año anterior, presentando un margen EBITDA de 13,2% (9,7% en 2020), además, obtuvo utilidades por \$ 4.677 millones.

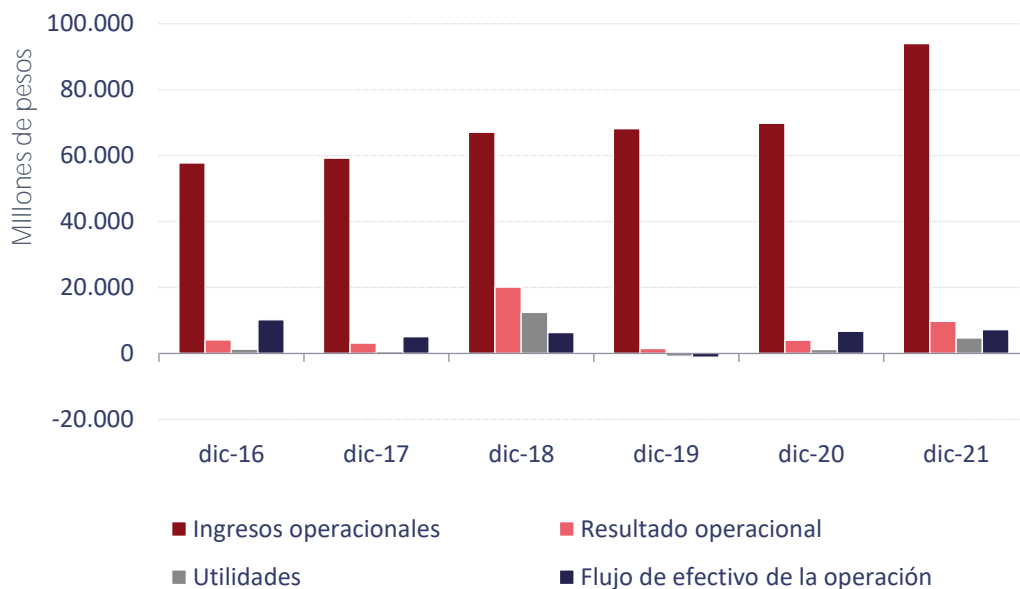


Ilustración 5: Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación (Millones de pesos. 2016 – 2021)

Clínica RedSalud Vitacura¹⁹

Clínica RedSalud Vitacura fue creada en 1992 como una maternidad. Posteriormente, en 2001, amplió sus operaciones para transformarse en clínica de prestaciones generales, incorporando UTI adulto y pediátrica, servicio de urgencia y diagnóstico por imágenes avanzadas, entre otros servicios.

Actualmente, la clínica cuenta con una superficie de 65.248 m². Cuenta con 155 camas instaladas censables, 64 boxes de consultas médicas, 22 salas de procedimientos generales y 12 pabellones, entre otros. A diciembre de 2021, tuvo una ocupación de 67,8%, superior a la de 2020 que alcanzó el 63,7%. Además, la clínica realizó cerca de 9.256 intervenciones quirúrgicas y más de 563 mil exámenes (imágenes y laboratorio).

¹⁹ Ex Clínica Tabancura.

Situación financiera de Clínica RedSalud Vitacura

En el año 2021 Clínica RedSalud Vitacura sumó ingresos por \$59.799²⁰ millones, lo que significa un crecimiento de 29,7% respecto de diciembre de 2020. Por su parte, el EBITDA de Clínica RedSalud Vitacura llegó a \$ 2.605 millones, presentando un aumento y recuperación importante respecto a 2020 donde el EBITDA finalizó en pérdidas de \$ 262 millones. Junto con esto, cabe señalar que la compañía considera dentro de la misma unidad de negocio a Clínica RedSalud Vitacura y a Inmobiliaria Clínica SpA, esta última creada para el desarrollo de proyectos clínicos, que posee como único activo la nueva torre en donde opera la clínica RedSalud de Vitacura.

Tomando en cuenta lo anterior, Clínica RedSalud Vitacura (más Inmobiliaria Clínica SpA) presentó pérdidas por \$2.822 millones en el año 2021, mejorando respecto al año anterior donde las pérdidas finalizaron en \$ 4.123 millones. En la ilustración 6 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.

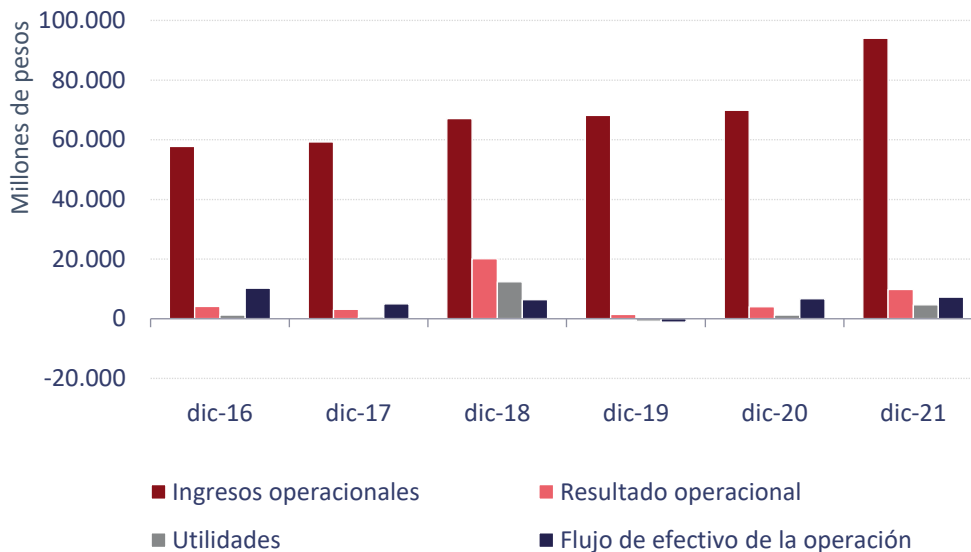


Ilustración 6: Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación Clínica RedSalud Vitacura (Millones. 2016– 2021)

Clínica RedSalud Providencia²¹

La Clínica RedSalud Providencia fue creada en 1992 y se ubica en la comuna de Providencia. Actualmente, tiene una infraestructura de 30.687 m², 113 camas instaladas censables, 76 boxes de consultas médicas, 32 salas de procedimientos generales y 15 pabellones, para atender la creciente demanda de servicios de salud.

En los últimos años, la clínica ha tenido un aumento significativo en su actividad, medido por la ocupación de sus camas, pasando de un 48% en 2011; a un 63,7% en 2015 para finalizar en diciembre de 2021 en un 75,2%.

²⁰ Desde 2019 no se considera Arauco.

²¹ Ex Clínica Avansalud.

Situación financiera de Clínica RedSalud Providencia

En el año 2021, Clínica RedSalud Providencia obtuvo ingresos por \$70.574 millones lo que corresponde a un crecimiento de 45,2% respecto de diciembre de 2020. En el mismo periodo alcanzó utilidades por \$ 5.474 millones. El EBITDA alcanzó un valor igual a \$ 10.774 millones durante 2021, cifra que implica un aumento de un 84,3% con respecto a diciembre de 2020. En la ilustración 7 se muestra la evolución de los ingresos y utilidades.

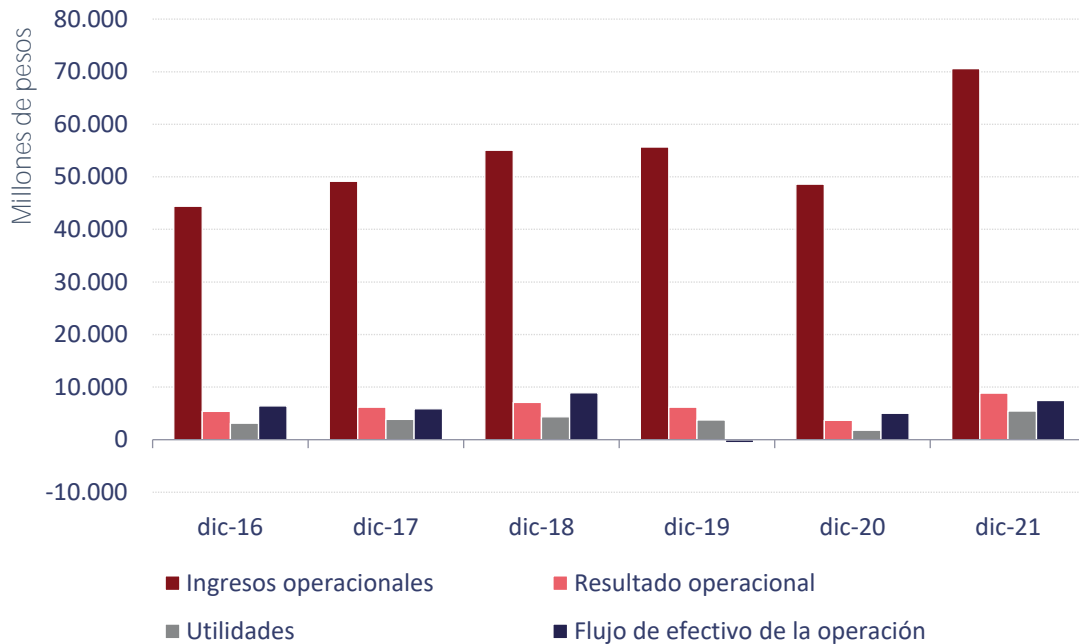


Ilustración 7: Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación Clínica RedSalud Providencia (Millones. 2010 – septiembre 2020 anualizado)

Clínica RedSalud Iquique²²

La Clínica RedSalud Iquique es la mayor institución de salud privada de la Región de Tarapacá, con prestaciones de mediana a alta complejidad. Ofrece servicios en medicina, cirugía, ginecología, obstetricia, procedimientos diagnósticos y terapéuticos, atención de urgencia y servicios de apoyo diagnóstico. Tiene 48 camas de hospitalización distribuidas en 4.884 m2 construidos. Cuenta con un staff de 139 profesionales del área clínica y 4 pabellones centrales y gineco-obstétricos.

Situación financiera de Clínica RedSalud Iquique

Finalizado el año 2021, la Clínica RedSalud Iquique obtuvo ingresos por \$ 10.973 millones, un 68,9% superior a diciembre de 2020, y ganancias por \$ 1.028 millones. En cuanto al EBITDA, a 2021, llegó a \$ 1.475 millones superando el año anterior donde el EBITDA era solo de \$ 27,9 millones. A continuación, se muestra la evolución de los ingresos y utilidades de la clínica.

²² Ex Clínica Iquique S.A.

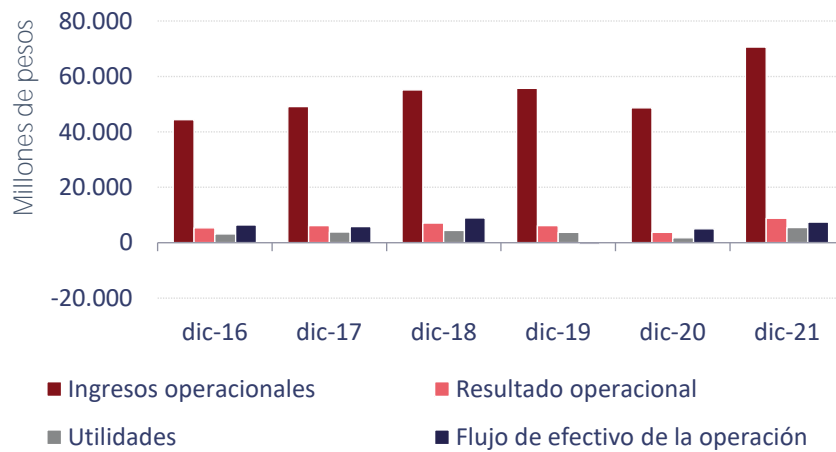


Ilustración 8: Evolución ingresos, utilidades y flujos de efectivos procedentes de la operación (Millones. 2016–2021)

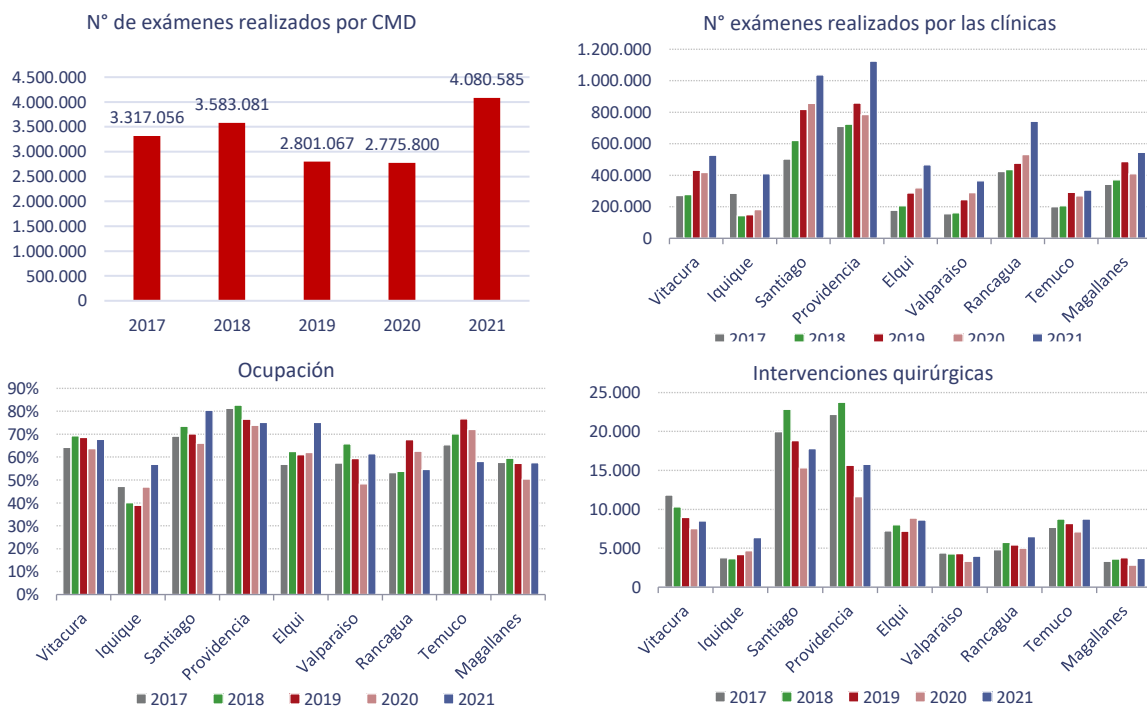


Ilustración 9: Resumen del nivel de actividad por centro médico²³ y clínicas (2017-2021)

²³ Se considera sociedad Centros Médicos y Dentales RedSalud (CMD).

Análisis financiero²⁴

Evolución de los ingresos, resultados y márgenes

En el año móvil a septiembre de 2021, los ingresos consolidados de RedSalud alcanzaron los \$555.935 millones, lo que significó un aumento de 33,5% respecto de diciembre de 2020. Como se puede ver en la Ilustración 10, la compañía ha presentado un alza constante en los ingresos, a excepción del año 2020, entendiéndose la baja por la coyuntura generada gracias a la crisis sanitaria.

Por su parte, el EBITDA de la compañía, a septiembre de 2021, ha presentado una recuperación con respecto a la disminución sufrida en 2020, dada la crisis provocada por el Covid-19, pasando de \$ 32.402 millones a \$ 80.746 millones, lo que representa un aumento de más de 149% con respecto a diciembre de 2020.

En consecuencia, el margen EBITDA consolidado de RedSalud también presenta un alza importante, pasando de 7,8% en el ejercicio de 2020 a 14,5% en el año móvil a septiembre 2021, su valor más alto de los últimos años analizados.

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

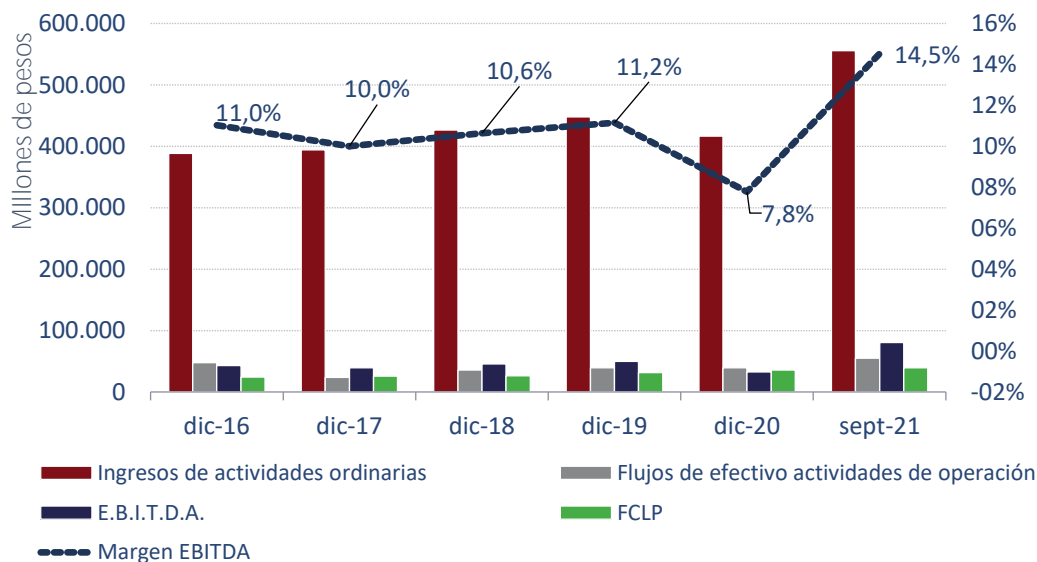


Ilustración 10: Evolución de los ingresos, flujo operacional, EBITDA y FCLP (2016-sept 2021 anualizado)

Evolución del endeudamiento

La deuda financiera consolidada de RedSalud disminuyó un 7,89% a septiembre de 2021, alcanzando \$252.460 millones (\$274.089 millones en 2020), producto del vencimiento de pasivos financieros durante 2021 y el pago de deuda de corto plazo adquirida en el periodo anterior con el objeto de resguardar la liquidez del emisor; hecho

²⁴ 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 (utilizando las cifras de los últimos cuatro trimestres a la fecha presentada).

que queda evidenciado al analizar la deuda financiera neta, la cual disminuyó en un 4,5% en 2020 con respecto a diciembre 2019. Además, como se puede observar en la ilustración 11, se observa aumento importante de la deuda financiera desde 2019 a la fecha, esto se debe principalmente al efecto de la NIIF 16²⁵.

La deuda financiera consolidada de la empresa a diciembre 2021 se reparte en un 45,5% para RedSalud de manera individual, un 13,1% a Clínica RedSalud Vitacura, un 11,5% Clínica RedSalud Santiago y 11,4% Clínica Regionales.

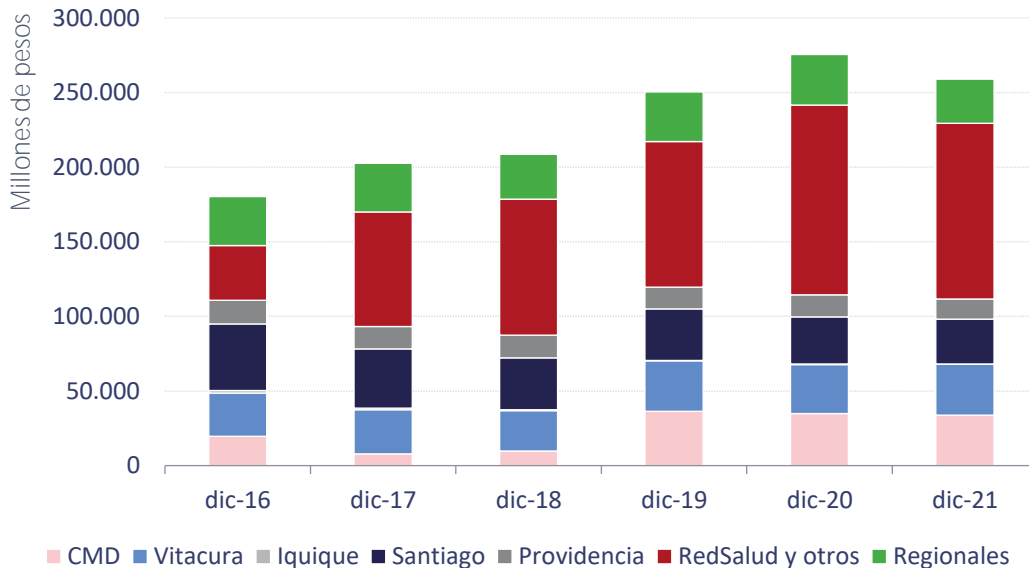


Ilustración 11: (Evolución de la deuda financiera 2016-2021; M US\$)

Por otra parte, la relación entre deuda financiera sobre EBITDA disminuyó considerablemente desde 8,8 veces, en diciembre 2020, a 3,1 veces, en el año móvil a septiembre de 2021, principalmente por el aumento importante en el EBITDA producto de la recuperación del Covid-19. Por su parte, la relación entre deuda financiera y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP²⁶) se situó en 6,3 veces, también menor a lo presentado en diciembre 2020 (8,0 veces). Cabe mencionar que si se hacen ajustes debido a la crisis provocada por el Covid-19 el indicador deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo oscilaría entre 4,3 veces y 6,3 veces.

²⁵ A septiembre 2021 las obligaciones por arrendamiento financiero alcanzaron los \$ 77.796 millones. (el efecto IFRS-16 alcanzaron los \$ 22.167 millones).

²⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

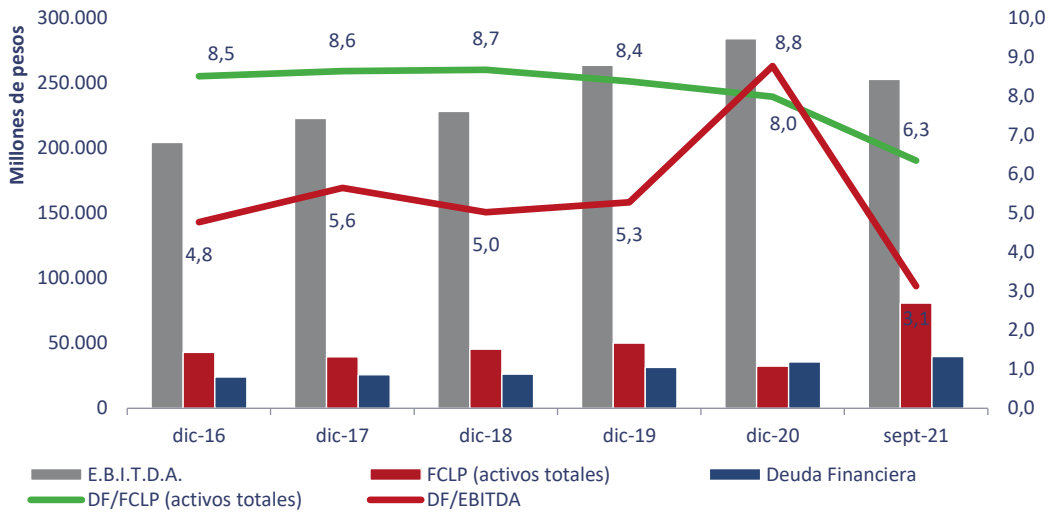


Ilustración 12: Evolución del endeudamiento financiero relativo (2016-sept2021)

Respecto al perfil de vencimientos de la compañía, tomando en cuenta las proyecciones de la clasificadora –que son más conservadoras que las esperadas por el emisor y que algunos estándares de la industria– el flujo de caja de largo plazo (FCLP) de RedSalud es adecuado para responder a sus obligaciones financieras en la mayoría de los años exceptuando 2025, dado que, la compañía refinanció deuda del año 2022 traspasándola a 2025 con un diferencial para nuevas inversiones (monto cercano a UF 1.700.000). No obstante, es esperable que a futuro la empresa incremente su generación de flujos, tanto por un mayor ingreso como por un aumento en los márgenes de operación.

Asimismo, si se considera el EBITDA de septiembre 2021 de la compañía, alcanzaría a cubrir sus flujos, sin embargo, hay que considerar que es un resultado excepcional teniendo en cuenta que posterior al periodo más duro de la pandemia se tuvo una fuerte demanda por estos servicios.

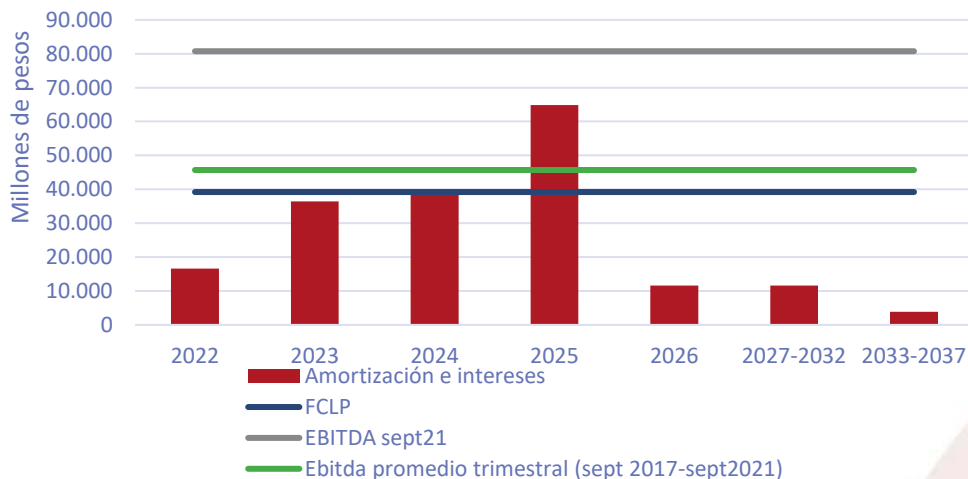


Ilustración 13: Perfil de vencimientos (2022-2031+)²⁷

²⁷ Con respecto a los pagos de 2027-2032 y 2033-2037, estos representan los pagos promedios de los años que incluye el periodo.

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) exhibió un valor de 0,97 veces en septiembre de 2021 inferior a lo presentado en 2020, aunque superior a lo presentado en 2019 (0,78 veces). El valor presentado en 2020, corresponde a los esfuerzos de la compañía de reforzar su disponible para hacer frente a los menores ingresos producto del Covid-19. Por su parte, la disminución presentada en septiembre 2021, responde al alza de pasivos corrientes dado el vencimiento del bono serie E de RedSalud:

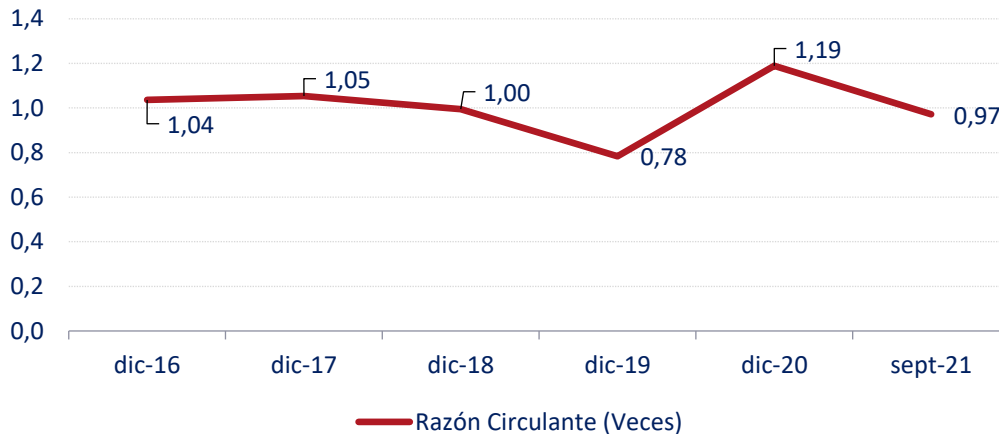


ilustración 14: evolución de la liquidez medida como razón circulante (veces) (2016- sept 2021 (UDM))

Evolución de la eficiencia

La eficiencia de la empresa, medida como gastos de administración sobre ingresos, a septiembre 2021 anualizado, muestra la continua mejoría del indicador, el cual respecto a diciembre 2020, paso de 18,2% a 14,8%. Por su parte, el indicador medido sobre el margen bruto ha presentado un debilitamiento respecto a 2020 llegando, a septiembre de 2021, a 24,9% tal como se aprecia en la ilustración 15.

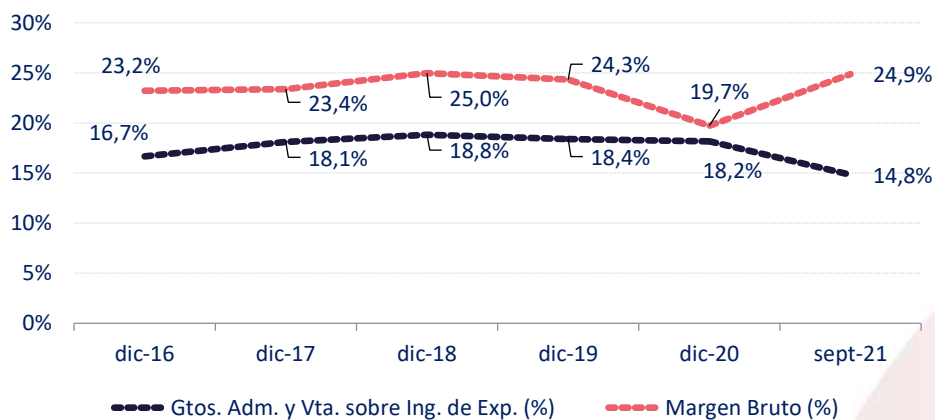


Ilustración 15: Evolución de los niveles de eficiencia (%) (2016- sept 2021 (UDM))

Evolución de la rentabilidad²⁸

Por otro lado, como se observa en la ilustración 16 en el último año RedSalud experimentó una recuperación de las rentabilidades que se vieron fuertemente afectadas por la crisis Covid-19 durante 2020, (pasando en ese periodo de una rentabilidad operacional²⁹ de 6,1% en 2019 a 1,3% a 2020), para septiembre 2021 anualizado, se observan niveles similares e incluso mejores a los alcanzados en 2019, presentando una rentabilidad sobre el activo³⁰ de 5,11%, una rentabilidad del patrimonio³¹ de 15,51% y una de las rentabilidades operacionales más altas de sus últimos siete años, de 10,46%.

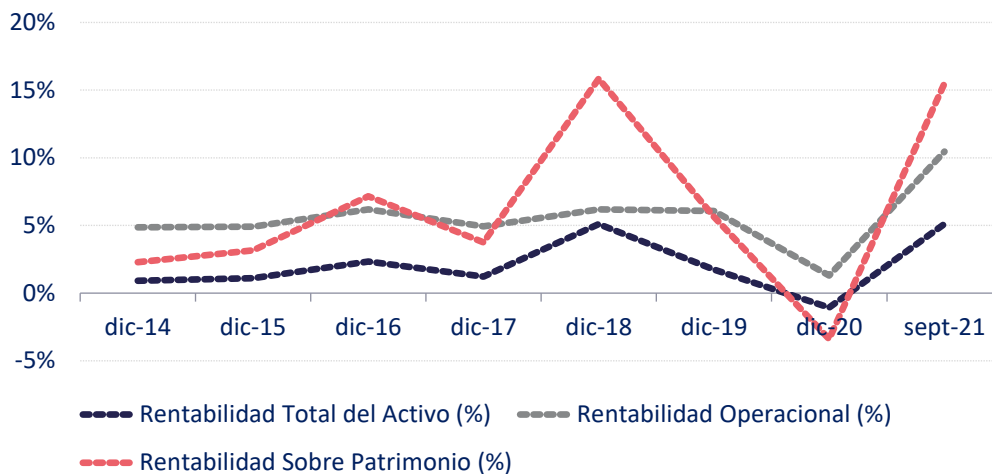


Ilustración 16: Presencia promedio (2016-sept2021)

Covenants de las líneas de bonos

Covenants líneas de bonos (Línea 697-Serie C) ³² y (Línea 860-Serie E)		
	Limite	30/09/2021
Nivel de endeudamiento neto	No superior a 2,0 veces	0,97 veces
Activos libres de gravámenes / saldo insoluto de la deuda financiera sin garantías	Superior a 1,3 veces	2,92 veces

²⁸ 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.

²⁹ Rentabilidad operacional: Resultado operacional sobre activos promedio de los últimos dos años.

³⁰ Rentabilidad del activo: Utilidad neta sobre activos totales menos activos en ejecución.

³¹ Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedio de los últimos dos años.

³² La compañía en 2020, realizó un proceso de homologación de *covenants*, en el cual la serie C pasó de tener un *covenant* Deuda Financiera/Patrimonio Total a Deuda Financiera Neta/Patrimonio Total y se eliminó el *covenant* EBITDA/Gastos Financieros.

Ratios financieros³³

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Liquidez (veces)	1,37	1,38	1,41	1,39	1,32	1,39
Razón Circulante (Veces)	1,04	1,05	1,00	0,78	1,19	0,97
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,98	0,99	0,95	0,73	1,14	0,93
Razón Ácida (veces)	0,99	1,01	0,96	0,75	1,13	0,91
Rotación de Inventarios (veces)	60,42	59,27	62,89	68,86	51,99	39,44
Promedio Días de Inventarios (días)	6,04	6,16	5,80	5,30	7,02	9,26
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,38	4,02	4,72	4,87	4,13	4,51
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	83,27	90,88	77,32	74,93	88,32	81,00
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,63	4,47	4,70	4,52	3,82	4,70
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	78,89	81,73	77,68	80,69	95,56	77,63
Diferencia de Días (días)	-4,38	-9,14	0,37	5,76	7,24	-3,37
Ciclo Económico (días)	-10,42	-15,30	-5,44	0,46	0,22	-12,62

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Endeudamiento (veces)	0,66	0,68	0,67	0,70	0,67	0,65
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,98	2,15	2,05	2,38	2,03	1,87
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,60	0,65	0,66	0,78	0,56	0,92
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,77	5,64	5,02	5,27	8,76	3,13
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,18	0,20	0,19	0,11	0,32
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	68,61%	70,87%	74,00%	75,39%	72,71%	67,26%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	7,80%	5,92%	1,93%	0,85%	0,32%	1,82%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,24	1,04	2,88	1,24	-0,48	3,64

³³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Margen Bruto (%)	23,22%	23,38%	24,98%	24,34%	19,72%	24,87%
Margen Neto (%)	2,73%	1,41%	5,49%	1,86%	-1,38%	5,23%
Rotación del Activo (%)	86,67%	85,81%	93,17%	90,36%	71,55%	96,53%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,34%	1,22%	5,10%	1,75%	-1,07%	5,11%
Inversión de Capital (%)	199,69%	204,12%	200,70%	227,89%	197,35%	180,17%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	97,06	59,41	-763,22	-13,56	15,70	-107,44
Rentabilidad Operacional (%)	6,18%	4,94%	6,18%	6,08%	1,30%	10,46%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,16%	3,75%	15,84%	5,63%	-3,39%	15,51%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	73,08%	72,55%	71,17%	71,91%	75,69%	71,91%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	76,78%	76,62%	75,02%	75,66%	80,28%	75,13%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	16,67%	18,10%	18,82%	18,39%	18,16%	14,83%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	17,21%	14,05%	17,77%	17,96%	3,84%	29,78%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	11,03%	10,00%	10,64%	11,15%	7,78%	14,52%

Otros indicadores	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	3,84%	5,02%	3,91%	5,91%	3,74%	3,83%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	13,52%	12,64%	14,57%	12,52%	21,65%	21,74%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,77%	0,44%	0,53%	0,42%	0,40%	0,45%
Capital sobre Patrimonio (%)	40,77%	44,78%	42,34%	42,11%	39,43%	36,42%

"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."