



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Tendencia de Clasificación**

Analistas

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Bupa Chile S.A.

Marzo 2021

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	AA- Estable ¹
EEFF base	31 de diciembre de 2020 ²

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos 10 años Línea de bonos 30 años Serie A (BCRBL-A)	Nº 722 de 19.06.12 Nº 723 de 19.06.12 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos totales	657.107	741.445	790.325	863.920	964.915	973.842
Costo de ventas	-534.857	-599.539	-638.028	-685.918	-770.627	-754.273
Margen Bruto	122.250	141.906	152.297	178.002	194.288	219.569
Gastos de administración	-112.068	-123.413	-128.692	-155.167	-194.024	-197.650
Resultado operacional	10.182	18.493	23.605	22.835	264	21.919
Costos financieros	-9.194	-8.481	-8.363	-9.929	-14.345	-14.995
Utilidad del Ejercicio	1.780	5.846	8.818	-332	-15.258	4.977
EBITDA	23.624	32.170	38.491	42.314	54.148	63.242

Balance General Consolidado IFRS						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos Corrientes	108.256	129.773	173.727	185.652	210.540	239.293
Activos No Corrientes	424.550	446.738	489.618	523.957	669.881	674.712
Total Activos	532.806	576.510	663.345	709.609	880.422	914.005
Pasivos Corrientes	184.461	247.199	246.430	235.641	287.387	280.037
Pasivos No Corrientes	157.282	156.356	206.812	260.439	399.551	437.391
Pasivos Totales	341.743	403.555	453.243	496.080	686.938	717.428
Patrimonio total	191.063	172.955	210.102	213.529	193.484	196.576
Patrimonio y Pasivos, Total	532.806	576.510	663.345	709.609	880.422	914.005
Deuda Financiera	177.953	176.533	172.477	164.422	315.460	310.903

¹ Tendencia anterior: En Observación.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2020 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.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Bupa Chile S.A. (Bupa Chile) es un *holding* del rubro salud que, a través de empresas filiales, participa en el negocio de seguros, prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área.

Sus subsidiarias operativas son Isapre CruzBlanca, Seguros Bupa, Integramédica (red de centros médicos), cuatro clínicas ubicadas en las ciudades de Arica, Antofagasta, Viña del Mar y Santiago, la empresa de hospitalización domiciliaria Clinical Service y el área internacional compuesta por Resomasa, Integramédica Perú y Anglolib.

Durante el 2020, el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$ 973.842 millones (US\$ 1.310 millones³), aportando Isapre CruzBlanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service), siendo la isapre la responsable de más del 50% de dichos ingresos. En términos de EBITDA, en tanto, a diciembre de 2020 ascendió a \$ 63.242 millones (US\$ 89 millones), concentrado fuertemente en la isapre. A la misma fecha, la empresa mantenía una deuda financiera por \$ 310.903 millones (US\$ 437,3 millones) y un patrimonio por \$ 196.576 millones (US\$ 276,5 millones).

Se decidió modificar la tendencia desde "*En Observación*" a "*Estable*". El cambio responde a la adecuada gestión de la compañía durante la crisis provocada por el Covid-19, como se pudo observar en los márgenes de cada una de sus filiales, mostrando una correlación inversa fuerte, lo que se ratifica la sinergia entre sus áreas de negocios. Por su parte, el soporte de su matriz inglesa, lo que se traduce en un apoyo tangible para Bupa Chile, al hacer un aumento de capital por \$ 90.000 millones en enero del presente año, cuyo principal objetivo era reducir la actual deuda de la compañía con terceros.

En cuanto a Bupa local, cabe destacar que la sociedad sigue manteniendo niveles de liquidez adecuados para soportar un descenso abrupto en la generación de flujos de sus filiales, considerando que la pandemia no ha terminado, y sigue latente una nueva ola de contagios. Esto en particular para Integramédica, que en tiempos normales representa alrededor del 60% del Ebitda del grupo y el mayor porcentaje de gastos de administración. Por su parte, la Isapre CruzBlanca, podría experimentar un aumento en su siniestralidad debido que algunos procedimientos médicos han sido aplazados, pudiendo generar mayor gasto en hospitalizaciones, licencias médicas y consultas por Covid-19, afectando la liquidez del grupo. Con todo, para el segundo semestre se presume y tomando en consideración que la población ya comenzó a ser vacunada, una mejora en la actividad de las filiales y, como consecuencia, de su generación de flujos.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Bupa Chile** en "*Categoría AA-*", se ha considerado el desarrollo de un modelo de negocios consistente y con capacidad para crear valor, tanto por la sinergia que se logra entre las distintas filiales, como por ofrecer un servicio que presenta una demanda actual sólida y con tendencia al alza en el tiempo. En efecto, el seguro en salud, las atenciones médicas, los

³ Tipo de cambio utilizado, al 30 de diciembre de 2020: \$ 710,95/US\$.

exámenes, laboratorios y hospitalizaciones, entre otras, son todas prestaciones con una mayor o menor correlación favorable entre sí, que al ser entregadas de forma integral permiten mejorar la eficiencia en el control de costos (modelo que se refuerza por la entrada en operación de la clínica de Santiago). Por otra parte, la experiencia internacional muestra que el crecimiento económico del país (aumento del ingreso per cápita) y el envejecimiento de la población son factores que inciden fuertemente en el gasto en salud.

Sumado a lo anterior, otra de las fortalezas que respaldan esta clasificación es el *know how* con que disponen los propietarios del emisor, Bupa. Estos cuentan con presencia en 190 países con 29 millones de clientes y con más de 65 años de experiencia en el sector de la salud, ofreciendo desde seguros hasta atención hospitalaria.

La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **Bupa Chile**, 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 u otros métodos alternativos.

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la relevancia y posicionamiento de las filiales operativas en sus respectivos mercados. Integramédica es una de las principales redes de centros de atención médica del país, pese a operar principalmente en la Región Metropolitana. Isapre CruzBlanca tiene una participación de mercado del orden del 22,6%⁴ a nivel de ingresos, mientras que en términos de cotizantes poseen el 21,6%⁵ del total de isapres abiertas, siendo la compañía líder en ingresos y la segunda en cuanto a cotizantes. Por otra parte, las clínicas del grupo se constituyen como los principales centros de alta complejidad de sus respectivas regiones.

La clasificación de riesgo también valora la fortaleza de las marcas con que operan las unidades operativas: Integramédica, Cruz Blanca y los nombres de las respectivas clínicas consolidadas son ampliamente conocidos y valorizados en sus respectivos segmentos de mercado. A ello se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria en sus respectivos sectores.

El proceso de evaluación incorpora como elemento positivo el hecho que el desarrollo esperado por los esfuerzos propios de la compañía se refuerza por las políticas públicas que se canalizan a través de prestadores privados.

Por otra parte, si bien la clasificación recoge como elemento positivo para el modelo de negocio la puesta en marcha de la clínica Bupa Santiago, ubicada en la comuna de La Florida, que ha mostrado un claro aumento en la generación de ingresos, sin embargo, aún se encuentra en proceso de consolidación. No obstante, dentro de los próximos periodos es probable que logré los flujos esperados, aunque no se desconoce que, de no cumplirse las expectativas de ocupación, la inversión podría no generar estos flujos esperados.

La clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por los riesgos asociados a la Isapre CruzBlanca, una de las principales inversiones del *holding*, esta ha presentado en algunos periodos rentabilidades y EBITDA negativos, considerando el hecho de que en el año 2020 fue un año extraordinario y la isapre presentó resultados positivos debido al menor uso por parte de la población de este tipo de servicios,

⁴ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a septiembre de 2020.

⁵ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a septiembre de 2020.

principalmente por la restricción de movimiento instaurada a causa de la pandemia y la menor propensión de la población de efectuar consultas y prestaciones médicas. Por su parte, también hay factores que podrían afectar la rentabilidad de largo plazo, debido a algunas regulaciones y, eventualmente, si se da un mejor desempeño de Fonasa. Por otro lado, dada la correlación entre el pago de cotizaciones y el nivel de empleo, el seguro de salud privado es sensible a los ciclos económicos.

La categoría de riesgo asignada considera, además, la elevada importancia relativa en los flujos generados por algunos de los centros de atención médicas y de algunas clínicas regionales que tienden a concentrar gran parte de los ingresos y EBITDA, si bien, esto ha disminuido con respecto hace algunos años, se ha mantenido durante los últimos periodos.

Asimismo, se recoge la concentración por deudor de sus cuentas por cobrar, riesgo que en todo caso se ve atenuado por corresponder a créditos de muy corto plazo, por la buena solvencia de la mayoría de los deudores –básicamente Fonasa e isapres– y por la regulación a que están sometidas estas últimas, en particular aquellas normas que tienden a proteger el pago a los prestadores de los servicios de salud.

Otro elemento a considerar en el proceso de evaluación es la rápida obsolescencia del equipamiento médico y la tendencia al alza de sus precios, generando la necesidad de inversiones recurrentes, que presionan la caja de la compañía.

Un factor de riesgo importante a tomar en cuenta, serían los cambios regulatorios propuestos por el gobierno que pudiesen afectar en cualquier forma el funcionamiento de la compañía.

A futuro, la clasificación de **Bupa Chile** podría elevarse si se observara una mejora sostenida y relevante en sus niveles de endeudamiento relativo y/o incrementara sus niveles de desconcentración de flujos. También podría repercutir favorablemente un desarrollo adecuado de la clínica de La Florida.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocio que produce una sinergia efectiva entre sus distintas unidades administrativas, operativas y comerciales.
- Elevada fortaleza de la demanda con auspiciosa perspectiva de crecimiento.
- Apoyo efectivo de la matriz, Bupa.

Fortalezas complementarias

- Filiales rentables por sí solas.
- Filiales con buen posicionamiento de mercado y fortaleza de marcas.

Fortalezas de apoyo

- Alto valor de sus activos.
- Adecuados niveles y estándar de administración.

Riesgos considerados

- Riesgos asociados al sistema de isapres: exposición a siniestralidad, regulaciones y sensibilidad a los ciclos recesivos (riesgo administrable, salvo en los aspectos regulatorios).
- Consolidación operativa de la clínica en Santiago: (riesgo que podría impactar negativamente los flujos del emisor en los primeros años de operación de la clínica; no obstante que una vez consolidada se transformaría en un importante pilar en el modelo de negocio del emisor).
- Concentración de su generación de flujos en algunos centros médicos y clínicas (riesgos con baja probabilidad que tenga un fuerte impacto).
- Industria con alto nivel de competencia.
- Concentración de deudores (riesgo acotado y extensivo a la industria).
- Posibilidad de cambios regulatorios.
- Riesgos asociados a la industria de la salud: aumento de la oferta en el sector privado, riesgo de obsolescencia de equipos, sensibilidad a los ciclos económicos y traspaso de pacientes del sector privado al público (propio de la industria y administrable).

Hechos recientes

Estados financieros a septiembre de 2020

Al 30 de septiembre 2020, los ingresos consolidados del grupo sumaron \$ 710.807 millones, lo que corresponde a una disminución de 0,7% respecto de septiembre de 2019 y se explica por la menor actividad en el segmento ambulatorio producto de la pandemia (establecimiento de cuarentenas y postergación de consultas médicas y servicios asociados). El 82,0% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre CruzBlanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 18,5% de Integramédica y el 18,2% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José, Clinical Service y Clínica Bupa Santiago).

Los costos de explotación, a septiembre de 2020, cayeron un 4,9% respecto de igual período de 2019, debido a un plan de control de gastos en el personal en el área hospitalaria y por otro lado, en el área aseguradora sus costos estuvieron influenciado por un menor uso de los planes de salud.

Los gastos de administración y ventas crecieron un 14,5%, debido a que en el segmento asegurador se realizaron los pagos de costas legales asociadas a la adecuación GES y en el área ambulatoria por aumentos

en gastos de personal ya que se incurrió en costos de indemnizaciones por la reestructuración de algunas áreas.

El resultado operacional mostró un aumento, respecto de septiembre de 2019, de 41,5%, y la utilidad del revirtió sus resultados desde pérdidas por \$ 2.097 millones a ganancias por \$ 1.634 millones, motivado tanto por un aumento en las ganancias de actividades de operación y un mayor resultado no operacional. El EBITDA tuvo una variación de 17,7%, llegando a \$ 44.550 millones en septiembre de 2020, motivado principalmente por el crecimiento del segmento asegurador.

La deuda financiera de la compañía finalizó el periodo en \$ 314.784 millones, lo que una disminución de 0,2% respecto de las obligaciones financieras de diciembre de 2019.

Cabe señalar que durante enero de 2021, su matriz inglesa realizó un aumento de capital con el objetivo de saldar sus deudas con terceros y mantener la deuda intercompañía, este incremento fue por un monto cercano a los \$ 90.000 millones.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una alta 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 mayor 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

Sinergia de las filiales operativas: La relación entre el seguro de salud, los centros de atención médica y las clínicas permite potenciar a cada uno de los negocios, facilita el control de costos, otorga conocimiento respecto de toda la cadena que afecta a su demanda y genera un calce natural de la correlación inversa entre asegurador y prestador (por ejemplo, mayor frecuencia de exámenes perjudica la utilidad de la isapre, pero beneficia a las restantes filiales). Todo ello da una elevada fortaleza al modelo de negocio del grupo, lo que es consolidado por la estabilidad de los resultados mostrados por Integramédica (exceptuando crisis sanitarias como la pandemia). A modo de ejemplo, se puede señalar que la existencia de centros médicos contribuye al

fortalecimiento de demanda de las clínicas o que la relación seguro-clínica permite controlar los costos de manera más eficiente.

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile está tendiendo a envejecer y 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 INE⁶, sobre la base del Censo 2017, el 16,1% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,3% y en 2030 a 22,3%.

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. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 9,1%⁷ del PIB, lo que es más levemente superior respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 8,8%, pero aun por debajo de los países desarrollados. Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo plan Auge, también favorecen el desarrollo del sector. Las cifras históricas avalan esta postura, dado que desde el año 2000 a 2015, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%⁸.

Fortaleza de filiales operativas: Las fortalezas del *holding* se basan en la calidad de sus filiales, las que junto con presentar marcas fuertemente posicionadas en sus respectivos segmentos, como es el caso de Integramédica, Isapre CruzBlanca y las clínicas en las ciudades que operan. Representan una red de atención que cuenta con 34 centros médicos (27 Integramédica, 7 Sonorad), con más de 7,3 millones de atenciones anuales y 8,2 millones de exámenes de laboratorio e imagenología a 2019, números que para el periodo 2020 se vieron disminuido debido a la crisis provocada por la pandemia y las restricciones de movilización de la población. La isapre, por su parte, mantiene 38⁹ sucursales en todo el país, mientras que a septiembre de 2020 registra 430.341 cotizantes promedio (717.311 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 21,7%¹⁰ en términos de ingresos. Las clínicas, además de constituirse como los principales centros de alta complejidad en las regiones donde está operando, poseen una oferta conjunta de 487 camas y un nivel de ocupación del 55%.

Desempeño satisfactorio y perspectiva positivas: Bajo condiciones no excepcionales, tanto Integramédica como las clínicas exhiben una extensa trayectoria con resultados finales positivos. Asimismo, a futuro estos negocios se verán beneficiados por la percepción de la comunidad en cuanto a asignar a la salud el carácter de un derecho que implica estándares mínimos de calidad y equidad en acceso a prestaciones, situación que crea un entorno favorable para el fomento de políticas estatales que refuercen y apoyen el gasto en salud, requiriéndose tanto de operadores públicos como privados.

⁶ Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE.

⁷ <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

⁸ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

⁹ Sucursales al 30 de septiembre de 2020

¹⁰ Superintendencia de Salud, último dato publicado septiembre de 2020.

Experiencia grupo controlador: El grupo Bupa opera en 190 países, con activos totales por US\$ 22.576¹¹ millones a junio de 2020 y una cartera de más de 30 millones de clientes, lo cual le ha permitido obtener experiencia en la operación de actividades aseguradoras y de prestación de atenciones médicas bajo diversas modalidades de organización del sector salud. Lo anterior, también permitiría que, en el caso de implementarse reformas al sistema de salud en nuestro país, la compañía cuente con el *know how* de su matriz para adaptarse a este cambio. Además, la controladora posee una fortaleza financiera adecuada en caso de que el emisor necesite del aporte de fondos ya sea por planes de expansión y/o por disminución de flujos, situación que se ha manifestado en los últimos años mediante aportes de capital y deuda relacionada.

Elevado valor de los activos: De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas ligadas al rubro de la salud (isapres y clínicas) que transan en bolsa, el valor económico de las filiales de **Bupa Chile** es de alrededor de 4 veces la deuda financiera individual de **Bupa Chile**.

Factores de riesgo

Track record Isapre CruzBlanca: Esta inversión es la que más aporta en términos de ingresos, pero ha mostrado bastante sensibilidad en sus resultados. En 2014, el EBITDA de Isapre CruzBlanca se duplicó, respecto de 2013, llegando a \$10.427 millones mientras que, al cierre de 2015 obtuvo un EBITDA negativo igual a \$2.958 millones. A diciembre de 2016, se observó una mejora del EBITDA alcanzando un valor de \$2.902 millones, situación que se mantuvo favorable hacia 2018, alcanzando un EBITDA de \$13.394 millones. Durante el año 2019 se observa una fuerte caída alcanzando un EBITDA de \$ 5.836 millones. Finalmente, en los primeros nueve meses del año 2020, se observa un fuerte incremento del EBITDA, debido a una menor siniestralidad debido al inicio de la pandemia, alcanzando los \$ 48.090 millones.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 87,7% y los gastos de administración son del orden del 6,2% de los ingresos, lo que lleva a que las utilidades de la compañía en particular, y del sector en general, estén bastante expuestas a incrementos en los niveles de siniestralidad o de gastos, así como a errores en la estructuración de tarifas y a variaciones negativas en el IPC (los planes de las Isapres se expresan en Unidades de Fomento).

Por otra parte, teniendo en cuenta que el seguro obligatorio de salud está sujeto a regulaciones, que un porcentaje no menor de la ciudadanía tiende a percibir a la salud como un derecho que el Estado debe garantizar en forma relativamente igualitaria y que, además, este último actúa a través de Fonasa, se puede concluir que el sistema isapre presenta una particular exposición a cambios normativos que pueden afectar a los partícipes de la industria, ya sea directamente reduciendo su flexibilidad como agentes económicos, o indirectamente mejorando la salud pública (que para un segmento de la población actúa como alternativa a las isapres).

¹¹ Según Estados Financieros de Bupa a junio de 2020 poseen activos por M\$ 18.227 millones, se calculó con un tipo de cambio GBP 1 = USD 1,2386 al 30 junio de 2020.

Los eventuales ajustes legales cobran mayor relevancia en una perspectiva de largo plazo y un ejemplo de los cambios en la regulación es la iniciativa de crear un Plan Garantizado de Salud (PGS). Asimismo, la implementación del plan AUGE y el dictamen del Tribunal Constitucional en cuanto a no dar plena libertad a la diferenciación de tarifas por edad a la hora de reajustar los precios de planes de salud, y ahora último el postnatal parental, son muestras de que, aunque de disímiles características, el sector salud presenta particularidades que hacen que las normas que lo rigen sean comparativamente menos estables que las de otros sectores.

Sensibilidad a ciclos recesivos: Isapre CruzBlanca, y el sistema en general, son sensibles a los períodos recesivos cuando éstos impactan negativamente los niveles de empleo, así como también a problemas de liquidez por parte de los empleadores, que impliquen una disminución en los pagos provisionales. No obstante, este riesgo se atenúa, puesto que los afiliados a las isapres pertenecen al grupo poblacional con empleo más estable y son dependientes de empresas comparativamente más solventes. En el caso de las clínicas y centros médicos, su exposición es mucho menor.

Consolidación de clínica en Santiago: Dentro del negocio de prestación de servicios de salud existe una fuerte sinergia entre los centros de atención médica y los centros hospitalarios, elemento que favorece la competitividad de los operadores. En este contexto, dentro de los desafíos de la administración se tiene un desarrollo exitoso de la clínica Bupa Santiago, tanto por su impacto en los flujos del grupo como por su aporte a la consolidación del modelo de negocio.

Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar: El principal centro médico de Integramédica, así como la principal clínica, generan un EBITDA que representa el 4,0% y 2,0%, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados a septiembre de 2020), valores que son más bajos que años anteriores, se ven atenuados debido a la sinergia que existe con los resultados de la isapre, que representó un 93% del EBITDA de la compañía. Con todo, se reconoce que ciertos tipos de eventos, desde una perspectiva financiera, pueden ser atenuados vía seguros (siniestros de principales inmuebles), y que el riesgo por la concentración de deudores, básicamente isapres y Fonasa, se atenúa por tratarse de deudas de muy corto plazo y porque la regulación obliga a las isapres a la constitución de reservas (garantías) para responder a sus obligaciones con los prestadores de salud (no obstante, aun cuando se trata de un riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, persiste la fuerte magnitud del mismo).

Obsolescencia de infraestructura médica: 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.¹², si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2019 esta cifra llegó a 7.115, mientras que entre el 2005 y 2016, los centros médicos pasaron de ser 618 a 745. 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; pero estas constantes expansiones e inversiones generan el riesgo de 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 (lo que en **Bupa** 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 esto conlleva, sin desconocer mitigantes como la entrada de médicos extranjeros y la mejora en la capacidad de reclutamiento que implementó **Bupa** por la alta rotación de médicos existente.

Riesgo regulatorio: En el rubro de la salud, siempre está latente, ya sea en mayor o menor medida, el riesgo de que existan cambios en las regulaciones por medio de leyes, normativas, decretos y otros que pueden afectar la operación y/o ingresos de clínicas y en mayor instancia, las isapres, ya sea no permitiendo reajustes de precios, entre otros.

Antecedentes generales

La compañía

Bupa Chile es un *holding* compuesto por Isapre CruzBlanca, Seguros Bupa, Clínica Reñaca, Clínica San José, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica Bupa Santiago, Clinical Service, Integramédica, Inversiones Clínicas CBS y el área internacional que concentra sus operaciones en Perú, de esta forma todas las empresas operan dentro del sector salud. Si bien la compañía comenzó a constituirse en 1999 con la compra de la Clínica Reñaca, posteriormente, se fue potenciando mediante la incorporación de nuevas unidades operativas, todas empresas con una extensa trayectoria en sus respectivos mercados, como muestra el siguiente cuadro:

¹² Cifras obtenidas de los documentos "Memoria gestión 2019" y "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile".

Filial	Año de Adquisición o Constitución	Año de Constitución
Clínica Reñaca	1999	1982
Clínica Bupa Antofagasta	2005	1980
Clínica San José	2007	1991
Isapre ING (CruzBlanca)	2008	1981
Integramédica	2010	1995
Centro Pilar Gazmuri	2011	1983
Centro Biolab	2011	1997
Resomasa	2011	1992
Clinical Service	2012	1992
Sonorad	2012	1987
Radiológico y laboratorio Santa Lucía	2012	1980
Anglolab	2013	1994
Mediperú	2013	2010
Clínica Bupa Santiago	2012	2018

Propiedad

A septiembre de 2020, el capital de la sociedad ascendía a \$ 152.323 millones y es controlado, mediante filiales, por el grupo británico Bupa. El modelo de negocio de este grupo inglés, que cuenta con 32 millones de clientes en 190 países, consiste en operar un amplio abanico de servicios ligados a la salud, tanto en el sector privado como público.

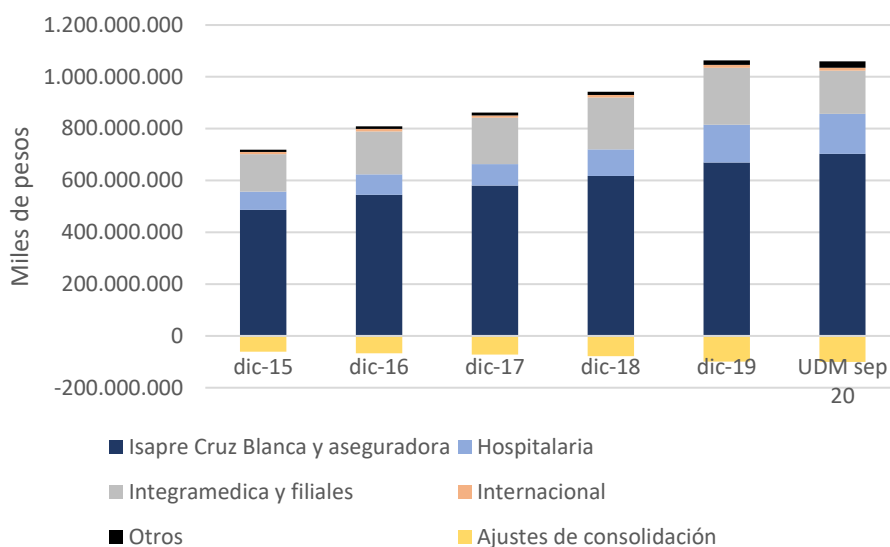
A continuación, se presenta la estructura propietaria al 31 de diciembre de 2020:

Sociedad	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SPA	796.027.758	100,00%
Grupo Bupa Sanitas Chile SL	1	0,00%

Composición de los flujos

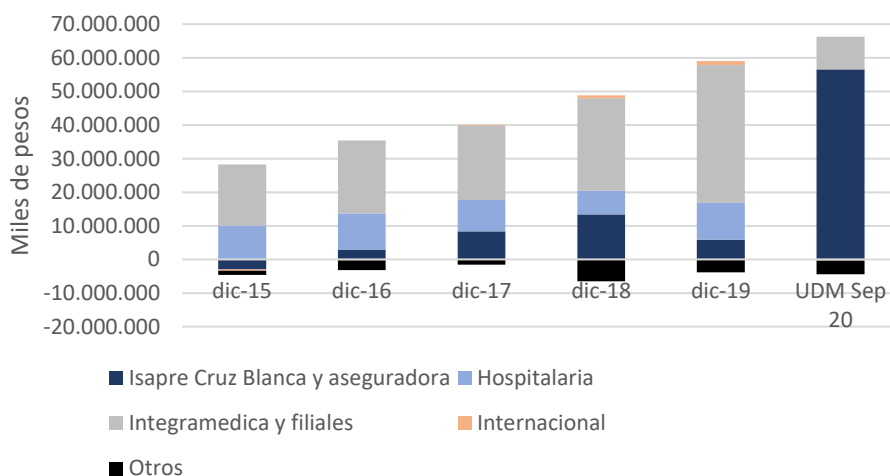
La distribución de los ingresos del *holding* en el año móvil a septiembre de 2020 fue \$ 959.776 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$ 60.851 millones. La distribución de estos indicadores se muestra en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Estructura Ingresos
2015 – UDM sept 2020



En términos de EBITDA la evolución se muestra a continuación:

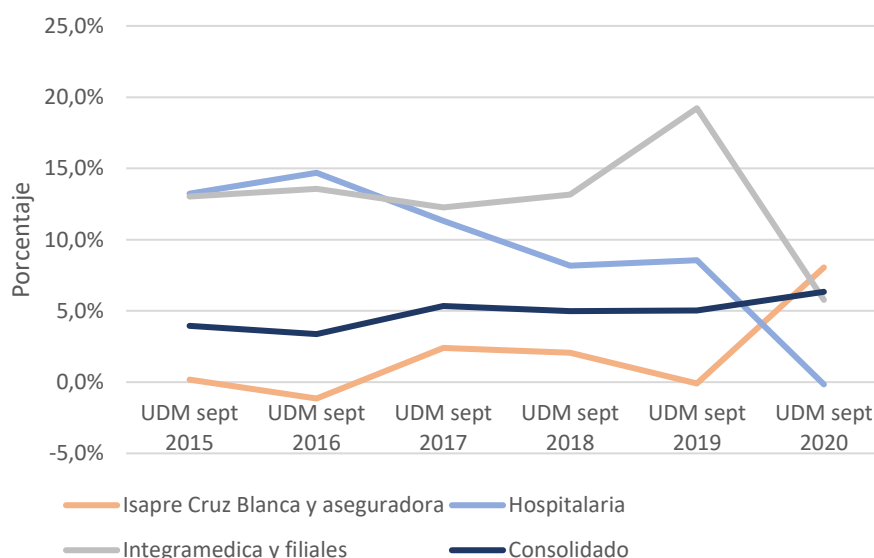
Ilustración 2
Estructura EBITDA
2015 – UDM sept 2020



Es importante señalar durante el periodo 2020, debido a la pandemia provocada por el Covid-19 y medidas tomadas al respecto, como lo fue la restricción de movimiento de la población, sumado a la menor propensión de la población a los servicios médicos y hospitalarios distintos a los respiratorios, las isapres disminuyeron su siniestralidad, bajando gastos hospitalarios y ambulatorios, lo que se traduce en una mayor contribución al EBITDA de la compañía por parte de Isapre CruzBlanca, aportando el 93,0% y el 73,3% de los ingresos y el EBITDA del grupo (calculado en el año móvil a septiembre de 2020), respectivamente. Por su parte, la atención ambulatoria, a través de Integramédica, participa con un 17,4% de los ingresos totales y aporta un 15,8% del EBITDA del grupo. En cuanto al área hospitalaria, tiene una participación de 16,1% en los ingresos, sin

embargo, generó un EBITDA negativo equivalente a un 0,4% del EBITDA consolidado. En términos relativos, los costos asociados al área aseguradora son mayores y, por ende, su margen mucho menor. Así, según datos del año móvil a septiembre de 2020, el margen EBITDA¹³ del área hospitalaria es de -0,2%, el de la línea ambulatoria aproximadamente 5,8% y el de la unidad de seguros 8,0%, el año anterior fue de 8,6%, 19,2% y -0,1% respectivamente, lo que muestra una clara sinergia en las filiales de la compañía, de acuerdo con las condiciones del mercado, como se puede observar en la Ilustración 3. Cabe agregar que, a excepción del año 2020, gran parte del EBITDA de la compañía es generado por el área ambulatoria por concepto de exámenes de laboratorio e imagenología, las cuales tienen márgenes más elevados. Según la información entregada por el emisor, Integramédica cuenta con el laboratorio más grande del país.

Ilustración 3
Estructura Margen EBITDA
UDM sept 2015 – UDM sept 2020



Áreas de negocio de la compañía

Los ingresos de la compañía provienen de cuatro segmentos, los cuales operan como una red que apoyan las sinergias comerciales y de costos: aseguradora (Isapre CruzBlanca y Seguros Bupa), servicios hospitalarios (clínicas y hospitalización domiciliaria), servicios ambulatorios (Integramédica) y el área internacional (con operaciones en Perú).

Área aseguradora

Está conformada por la Isapre CruzBlanca y Seguros Bupa. La isapre está presente en el mercado desde 1981, bajo distintos controladores y diversos nombres. En 2008, se retomó la marca Isapre CruzBlanca. Ese año se fusionó con Isapre Normédica (presente en Antofagasta) mejorando la posición de mercado de la institución.

¹³ Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos.

Actualmente, la isapre cuenta con 38¹⁴ sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos entregados por la compañía, a septiembre de 2020, la isapre registra en promedio 430.341 cotizantes (717.311 beneficiarios).

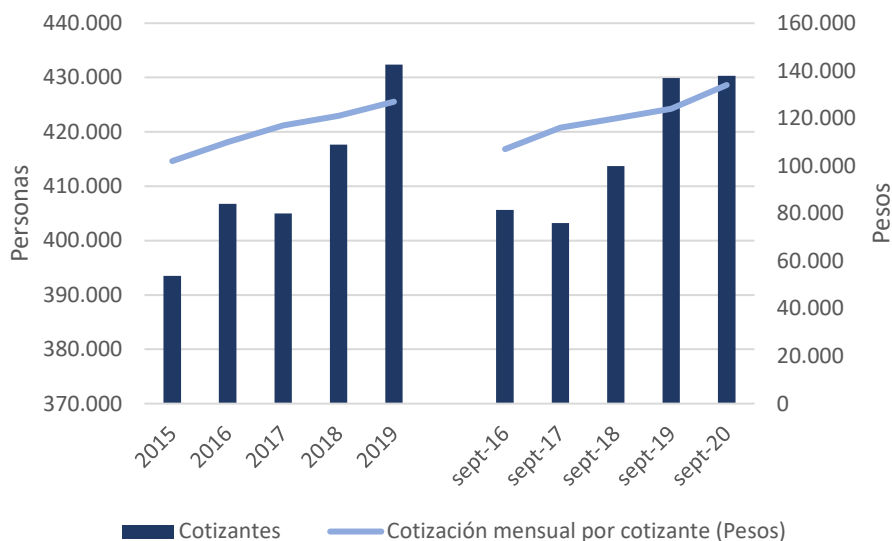
Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Aseguradora						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	UDM Sept 20
Ingresos totales	486.336	544.948	579.944	616.973	668.802	703.047
Costo de ventas	-460.259	-511.769	-542.794	-567.954	-627.765	-606.674
Ganancia bruta	26.077	33.179	37.150	49.020	41.037	96.373
Gastos de administración	-31.514	-32.898	-31.443	-38.487	-39.794	-44.930
Resultado operacional	-5.437	281	5.707	10.532	1.243	51.443
Costos financieros	-292	-321	-424	-523	-981	-628
Utilidad del Ejercicio	-1.967	2.953	6.015	8.989	1.778	38.206
EBITDA	-2.958	2.902	8.341	13.394	5.836	56.580

Balance General Área Aseguradora						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Activos Corrientes	64.945	75.942	84.567	80.308	81.225	103.659
Activos No Corrientes	81.508	83.724	91.510	101.905	128.281	136.199
Total Activos	146.452	159.666	176.077	182.213	209.506	239.858
Pasivos Corrientes	111.503	153.413	167.137	163.559	171.929	171.144
Pasivos No Corrientes	9.709	1.004	4	211	10.140	7.794
Pasivos Totales	121.212	154.417	167.141	163.769	182.069	178.938
Patrimonio total	25.240	5.249	8.936	18.443	27.437	60.920
Patrimonio y Pasivos, Total	146.452	159.666	176.077	182.213	209.506	239.858
Deuda Financiera	3.878	0	0	0	9.608	8.725

¹⁴ Sucursales al 30 de septiembre de 2020

Ilustración 4
Evolución de los cotizantes y la cotización mensual
2015 – sept 2020



Evolución de los ingresos

Este segmento representó, aproximadamente, el 73,3%¹⁵ de los ingresos consolidados totales del *holding* en septiembre de 2020. Tal como muestra la Ilustración 5, los ingresos han aumentado constantemente desde 2010 a una tasa promedio de 9,2% al año, debido a una mayor cantidad de cotizantes y un incremento en las cotizaciones mensuales.

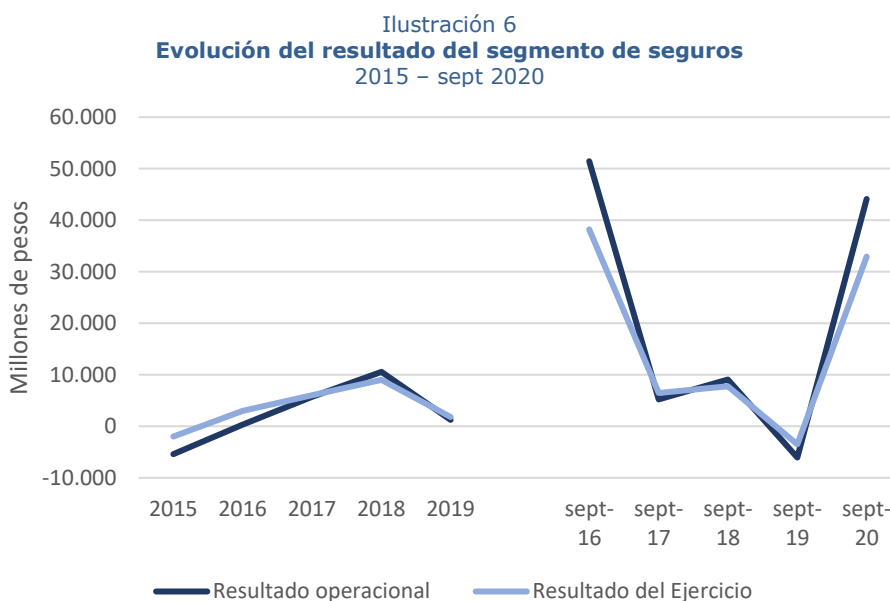
Ilustración 5
Evolución de los ingresos en el segmento de seguros
2015 – sept 2020



¹⁵ Calculado de los UDM

Evolución de los resultados

Como se aprecia en la Ilustración 6, los resultados operacionales y del ejercicio han mostrado un comportamiento alineado y altamente volátil; esto último explicado, en parte, por cambios normativos en la adecuación de precios GES durante el 2019 y por otro lado, en el año 2020 se ve un alza debido a una menor siniestralidad y menores costos ambulatorios y hospitalarios a consecuencia de la crisis sanitaria que vive el país. A septiembre de 2020, el sector asegurador de la compañía reportó ganancias por \$ 32.922 millones, influenciadas principalmente por la isapre, resultado que es superior a los presentados en septiembre de 2019 donde se produjeron pérdidas por \$ 3.506 millones.

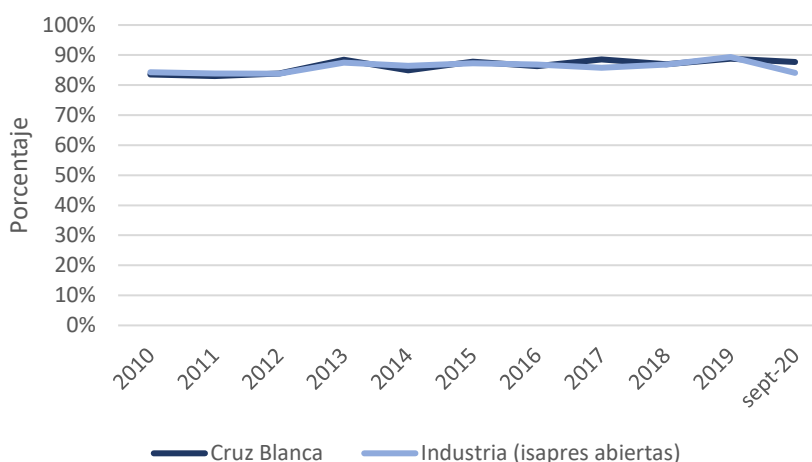


Siniestralidad

Los niveles de siniestralidad de la isapre, definida como costo de venta sobre ingresos de actividades ordinarias, a septiembre de 2020 han presentado indicadores levemente superiores a los de la industria en su conjunto, donde la siniestralidad de isapre CruzBlanca fue de 87,7%, mientras que para las isapres abiertas fue de 84,1%, según datos de la Superintendencia de Salud.

A continuación, se muestra la evolución de los últimos años:

Ilustración 7
Evolución de la siniestralidad
2010 – sept 2020



Área prestadora hospitalaria

El área de prestaciones hospitalarias está integrado por cuatro clínicas, ubicadas en Arica, Antofagasta, Viña del Mar y la Región Metropolitana, además, los prestadores de hospitalización domiciliaria, Clinical Service.

Clínica Bupa Reñaca fue adquirida por el Grupo en 1999, pero inició sus operaciones en 1982, y es la principal clínica de alta complejidad de la Región de Valparaíso, contando con 125 camas y una superficie construida de 20.600 m².

Clínica Bupa Antofagasta fue adquirida en 2005, aunque inició sus operaciones en 1980. En 2010 se realizaron inversiones orientadas a remodelarla en términos de estructura y equipamiento, convirtiéndola en la principal clínica de alta complejidad en el norte del país. Cuenta con 137 camas y una superficie construida de 11.918 m².

Clínica San José está ubicada en Arica. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 52 camas y una superficie construida de 5.898 m².

La Clínica Bupa Santiago ubicada en la comuna de La Florida, comenzó su construcción en 2015 e inició sus operaciones en junio de 2018. En su primera etapa cuenta con 172 camas habilitadas y una superficie construida de 103.852 m². Actualmente, se encuentra en un 73% operativa.

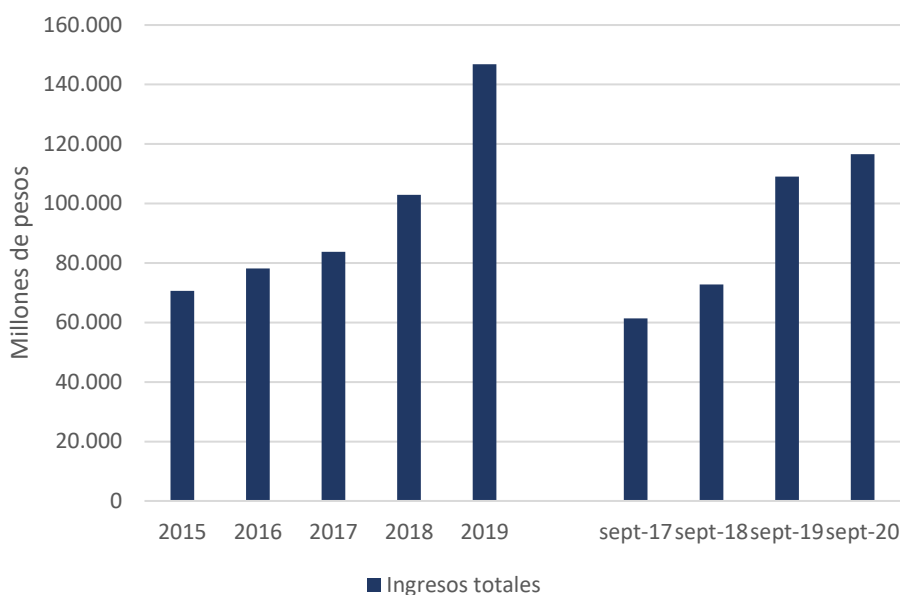
Los estados financieros de las cuatro clínicas y Clinical Service se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Hospitalaria						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	UDM Sept 20
Ingresos totales	70.616	78.207	83.799	102.897	146.833	154.335
Costo de ventas	-46.285	-51.232	-54.803	-70.775	-101.037	-113.105
Margen Bruto	24.331	26.975	28.996	32.122	45.796	41.230
Gastos de administración	-17.816	-19.810	-23.180	-31.116	-42.765	-50.542
Resultado operacional	6.515	7.165	5.817	1.006	3.031	-9.312
Costos financieros	-1.659	-1.682	-1.550	-3.746	-6.732	-3.977
Utilidad del Ejercicio	6.190	7.193	5.856	-1.676	2.262	-8.108
EBITDA	10.072	10.798	9.309	7.037	10.991	1.292
Balance General Área Hospitalaria						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Activos Corrientes	44.541	54.180	62.015	80.491	104.426	109.488
Activos No Corrientes	151.145	180.611	215.830	250.010	266.238	261.415
Total Activos	195.686	234.791	277.846	330.501	370.664	370.903
Pasivos Corrientes	32.738	50.771	58.904	90.039	45.472	53.371
Pasivos No Corrientes	46.927	62.758	90.305	99.587	127.581	130.830
Pasivos Totales	79.665	113.529	149.209	189.626	173.053	184.201
Patrimonio total	116.021	121.263	128.637	140.875	197.611	186.702
Patrimonio y Pasivos, Total	195.686	234.791	277.846	330.501	370.664	370.903
Deuda Financiera	56.295	72.957	103.390	106.624	62.841	89.493

Evolución de los ingresos

En el siguiente gráfico se muestran los ingresos consolidados, pudiendo apreciarse un aumento constante en todo el periodo evaluado. A septiembre de 2020, este segmento de negocio representa el 16,1% de los ingresos totales de la compañía.

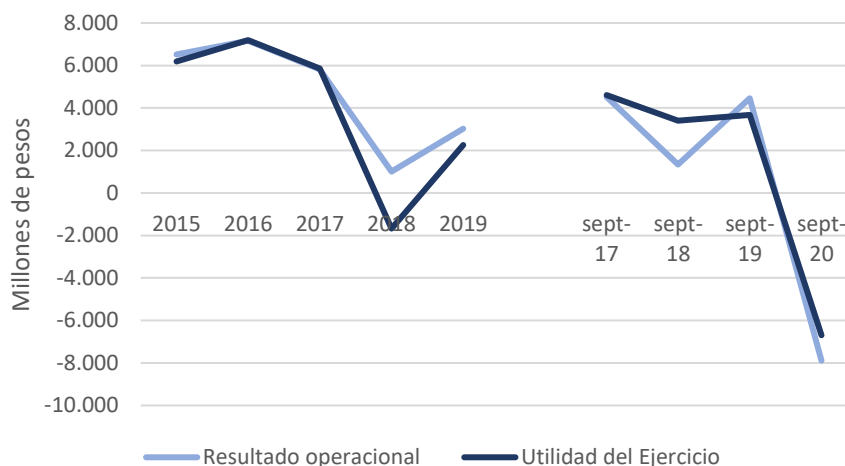
Ilustración 8
Evolución de los ingresos del área hospitalaria
 2015 – sept 2020



Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los ingresos del segmento hospitalario a septiembre de 2020 crecieron un 6,9%, respecto de septiembre de 2019. Lo anterior, es producto principalmente de mayor actividad de la Clínica Bupa Santiago y Clínica Service. El margen bruto de este segmento se cayó en un 13,2% mientras que los gastos de administración mostraron un aumento de un 25,9%. Dado esto, el EBITDA de este segmento disminuyó considerablemente un 92,7%, principalmente por los mayores gastos y costos como consecuencia de la pandemia, lo que se traduce en una utilidad inferior en comparación a la obtenida en septiembre de 2019, cayendo un 282%.

Ilustración 9
Evolución del resultado operacional y del ejercicio del segmento hospitalario
 2015 – sept 2020



Área prestadora ambulatoria

Esta área está compuesta, principalmente, por Integramédica S.A., sociedad constituida en 1995 y cuyo foco es la prestación de servicios médicos ambulatorios e integrales en todas las especialidades. La empresa cuenta con una red de 27 centros Integramédica, 7 Sonorad, con más de 7,3 millones de atenciones anuales y 8,2 millones de exámenes de laboratorio e imagenología a 2019, números que para el periodo 2020 se vieron disminuido debido a la crisis provocada por la pandemia y las restricciones de movilización de la población. Tiene presencia en cinco regiones del país: Metropolitana, Copiapó, Coquimbo, Valparaíso, Maule y Biobío, las que concentran el mayor parte del total de la población de Chile. El mercado objetivo de la empresa son las personas pertenecientes a los grupos socioeconómicos C2-C3, tanto afiliados a isapres como a Fonasa. En menor medida, sirve también a personas del grupo ABC1, principalmente en los centros médicos ubicados en Las Condes (Alto Las Condes y Manquehue).

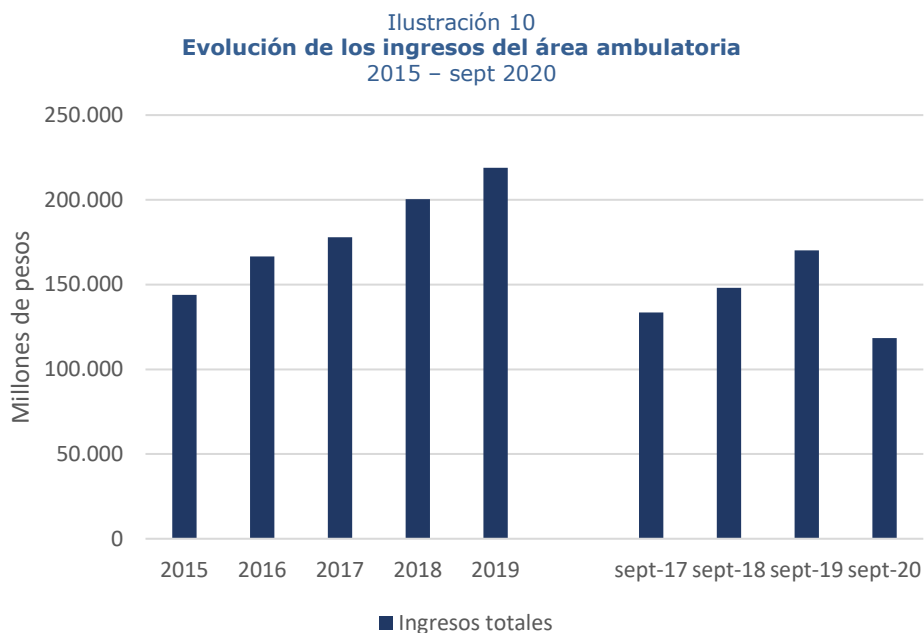
Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Ambulatoria						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	UDM Sept 20
Ingresos totales	143.967	166.557	177.952	200.437	218.897	167.026
Costo de ventas	-77.897	-90.136	-97.246	-110.342	-119.566	-95.206
Margen Bruto	66.070	76.421	80.706	90.096	99.331	71.819
Gastos de administración	-54.027	-61.107	-66.198	-72.311	-82.195	-86.399
Resultado operacional	12.043	15.315	14.508	17.785	17.136	-14.579
Costos financieros	-2.561	-2.424	-2.123	-1.612	-4.226	-4.649
Utilidad del Ejercicio	8.857	9.956	9.265	11.737	9.804	-13.372
EBITDA	18.204	21.685	22.268	27.520	41.064	9.639

Balance General Área Ambulatoria						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Activos Corrientes	17.833	20.491	23.524	24.291	26.961	24.329
Activos No Corrientes	158.683	160.551	160.984	159.800	276.764	281.645
Total Activos	176.515	181.042	184.508	184.092	303.725	305.974
Pasivos Corrientes	43.568	48.387	52.670	22.796	39.419	49.064
Pasivos No Corrientes	15.999	9.154	1.663	11.131	110.549	115.401
Pasivos Totales	59.567	57.541	54.363	33.927	149.968	164.465
Patrimonio total	116.498	123.501	130.144	150.164	153.757	141.509
Patrimonio y Pasivos, Total	176.065	181.042	184.508	184.092	303.725	305.974
Deuda Financiera	38.522	29.220	9.660	942	115.916	118.981

Evolución de los ingresos

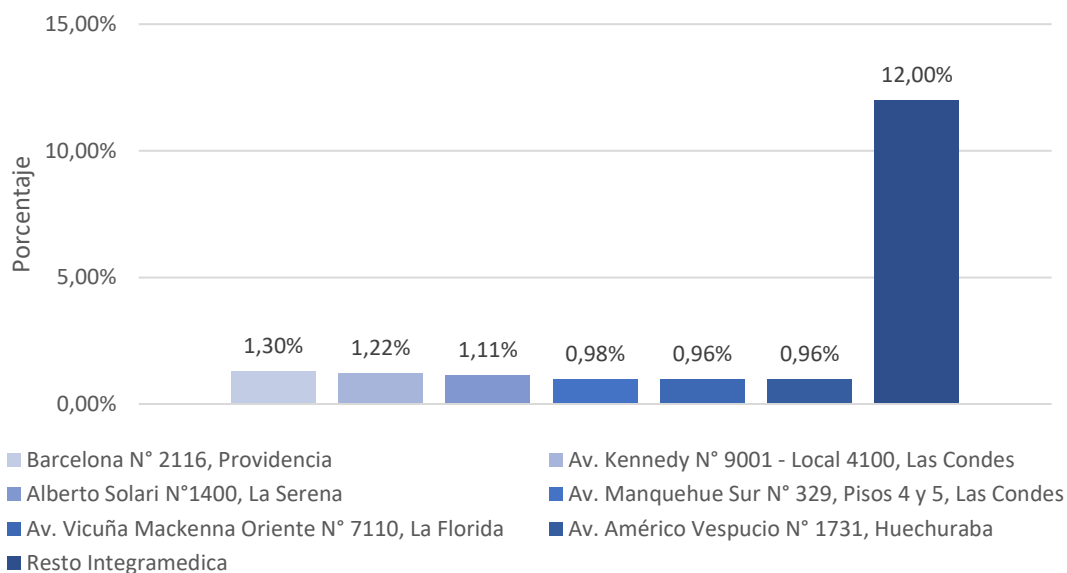
Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a una tasa anual compuesta igual a 4,3% entre 2011 y el año móvil a septiembre de 2020, los que representan alrededor del 17,4% de los ingresos del *holding*.



Tres centros de Integramédica concentran cerca del 11,2% del EBITDA total de **Bupa Chile**, donde se explican el 4,0%, 3,6% y 3,6%, respectivamente. Estos mismos centros representan el 1,4% 1,3% y 1,1%, respectivamente, de los ingresos totales del *holding*.

El gráfico, a continuación, muestra la distribución de los ingresos por cada uno de los principales centros médicos.

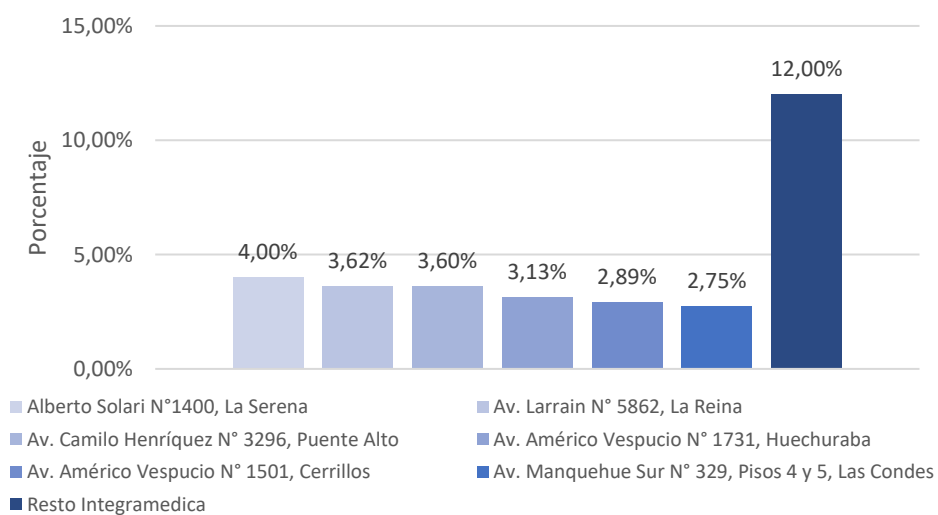
Ilustración 11
Distribución de los ingresos operacionales
 Septiembre 2020



Seis de los 38 centros ambulatorios representan el 20,0% del EBITDA total generado por el *holding*.

A continuación, se presenta la participación en el EBITDA del sector ambulatorio de cada uno de los principales centros médicos (Ilustración 2).

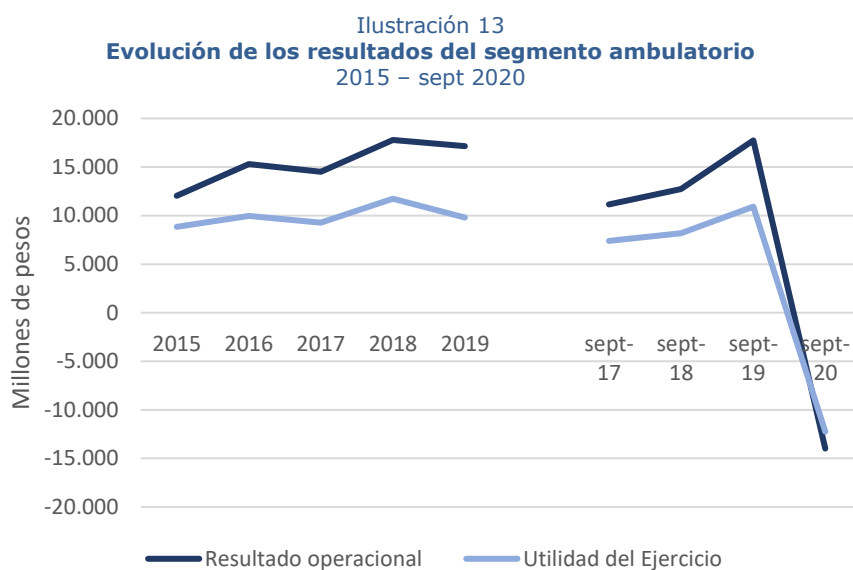
Ilustración 12
Distribución del EBITDA
 Septiembre 2020



Evolución de los resultados

El resultado operacional y la utilidad del ejercicio de la empresa han sido fluctuantes en el periodo evaluado, en donde entre el periodo entre 2019 y 2019 mostraban una tendencia creciente en el tiempo, sin embargo, cambió a raíz de la pandemia, alcanzando resultados negativos, reduciéndose durante los últimos doce meses un 164% y 192% respectivamente.

A septiembre de 2020, los ingresos cayeron un 30,5%, respecto de septiembre de 2019 principalmente por menor actividad debido a pandemia y la restricción de movimiento de la población. Los costos de venta disminuyeron un 26,4% por menores costos en honorarios médicos, insumos clínicos y servicios directos. Por su parte, los gastos de administración del segmento ambulatorio tuvieron un incremento igual a 7,0%, por indemnizaciones y reestructuración de personal, dado esto, el resultado operacional de la compañía disminuyó un 179%, mientras que la utilidad de este segmento lo hizo en un 212%, respecto de septiembre de 2019.



Área internacional

Incluye la gestión de Cruz Blanca Salud Perú, Resomasa (dedicada a los servicios de diagnóstico por imágenes), Anglolab (laboratorio) e Integramédica Perú. Esta última comenzó recientemente su operación. El área internacional representa el 1,1% de los ingresos de la empresa.

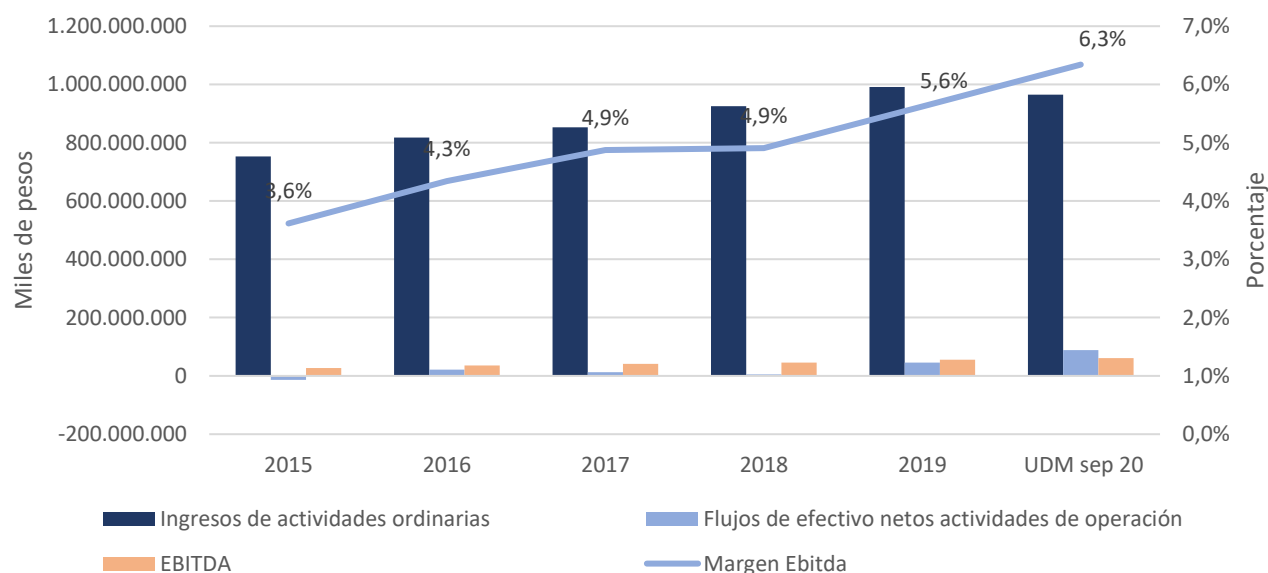
Análisis financiero de Bupa Chile¹⁶

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Bupa Chile**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y el año móvil a septiembre de 2019.

Evolución de los ingresos, EBITDA

Bupa Chile alcanzó ingresos por \$ 964.928 millones en el año móvil a septiembre de 2020, lo que corresponde a una disminución de 2,7% respecto de diciembre de 2019. Cabe señalar, que desde 2009, cuando se formó el *holding*, los ingresos de la compañía han mostrado tasas de variación crecientes, con un promedio de 8,9% anual, lo que se debe principalmente a la incorporación de nuevas líneas de negocio, nuevas inversiones y las sinergias surgidas por la integración de las tres áreas productivas. No obstante, la evolución de los ingresos, la generación de flujos netos ha sido variable, medidos tanto en términos de EBITDA como de flujos de efectivo netos de actividades operación, principalmente por la volatilidad observada en el área de seguros. En el período 2010-2020 (UDM), el margen EBITDA ha fluctuado entre un máximo de 9,8% (año 2011) y un mínimo de 3,6%, y que actualmente se encuentra en 6,3%, tal como se ve en la Ilustración 14.

Ilustración 14
Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de la operación
2015 - UDM sept 2020



¹⁶ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a septiembre de 2020.

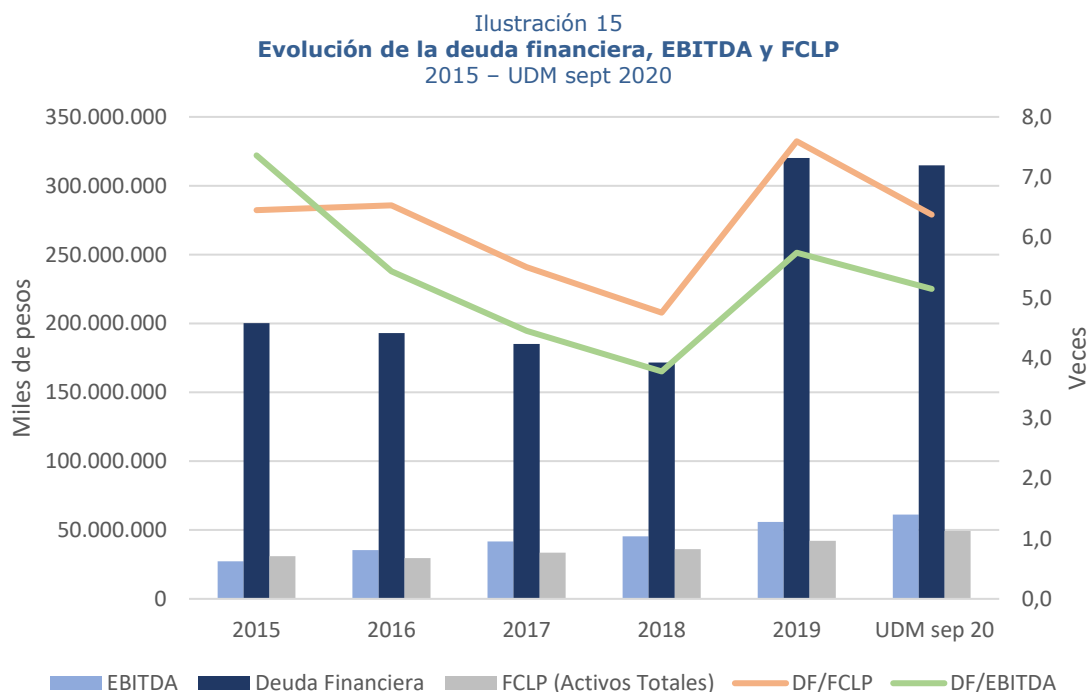
Evolución del endeudamiento

Al 30 de septiembre de 2020, la deuda financiera del *holding* ascendía a \$ 314.784 millones, un 1,7% inferior a la que registraba al cierre del 2019 (\$ 320.273 millones). De acuerdo a lo informado por la compañía, la deuda financiera en enero se redujo considerablemente debido a un aumento de capital por parte de su matriz Bupa Finance Plc., cuyo fin era reducir la deuda con terceros, este aumento de capital fue por un monto cercano a los \$ 90.000 millones, con lo que la deuda financiera al 31 de enero de 2021 era de \$ 260.000 millones.

El endeudamiento relativo¹⁷ –medido como deuda financiera sobre EBITDA o Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP¹⁸)– ha venido disminuyendo desde el año 2015, en donde la deuda de la compañía aumentó en el sector hospitalario producto de la construcción de la Clínica Santiago, pasando de una relación deuda financiera sobre EBITDA de 7,4 veces, en 2015, a 3,8 veces a diciembre de 2018. En el año 2019 el índice aumentó drásticamente, debido a la aplicación de la NIIF 16. Del mismo modo, si eliminamos este efecto el índice estaría en torno a las 2,9 veces.

Asimismo, la relación entre deuda financiera y FCLP aumentó de 4,8 veces, en 2018, a 7,6 veces a septiembre de 2019, debido a la aplicación de la NIIF 16, y en el periodo 2020 caer a las 6,4 veces. Eliminando el efecto de la aplicación de la NIIF 16, el indicador estaría cercano a las 3,6 veces.

En la Ilustración 15 se muestra la evolución de los indicadores:

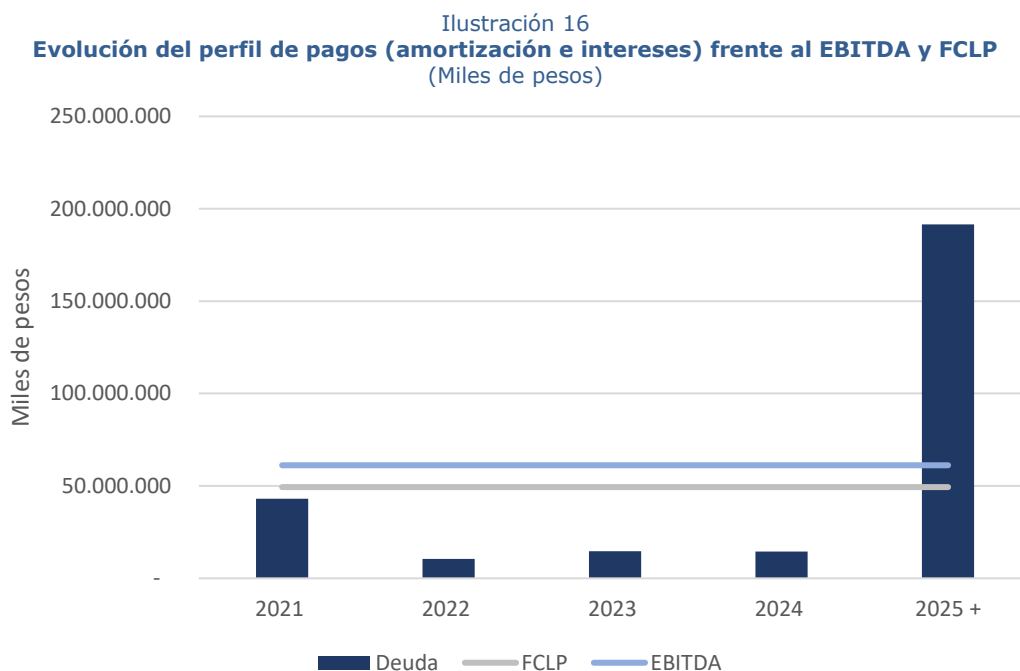


¹⁷ Para el cálculo de endeudamiento relativo se utilizó la deuda financiera de acuerdo con los EEF a septiembre de 2020.

¹⁸ 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.

El perfil de vencimientos¹⁹ de la compañía, mantiene holgura para los periodos comprendidos entre los años 2021 y 2024 (incluyendo pago de intereses y amortizaciones), que corresponden a préstamos de capital de trabajo (renovables), bonos y prestamos intercompañía, los cuales pueden ser cubiertos con los niveles de EBITDA generado en el año móvil a septiembre de 2020 por **Bupa**, iguales a \$ 61.185 millones, y los niveles de FCLP generados por la empresa, monto igual a \$ 49.373 millones.

La Ilustración 16 muestra el plan de pago anual de amortizaciones e intereses de la deuda de **Bupa**, actualmente vigente.



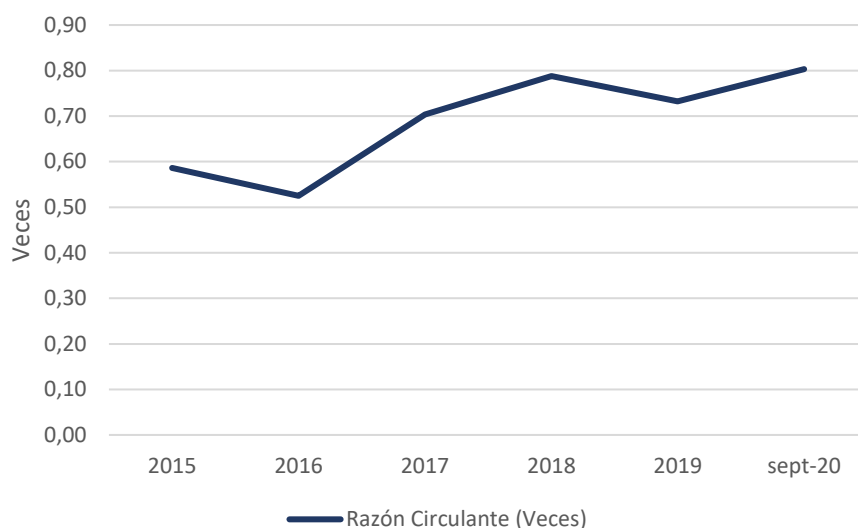
Evolución de la liquidez

En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante²⁰, ha sido persistentemente inferior a uno. No obstante, a partir de 2016 comienza a mostrar una tendencia al alza alcanzando, a septiembre de 2020, las 0,8 veces.

¹⁹ Perfil de vencimientos de la deuda financiera al 31 de enero de 2021.

²⁰ Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante.

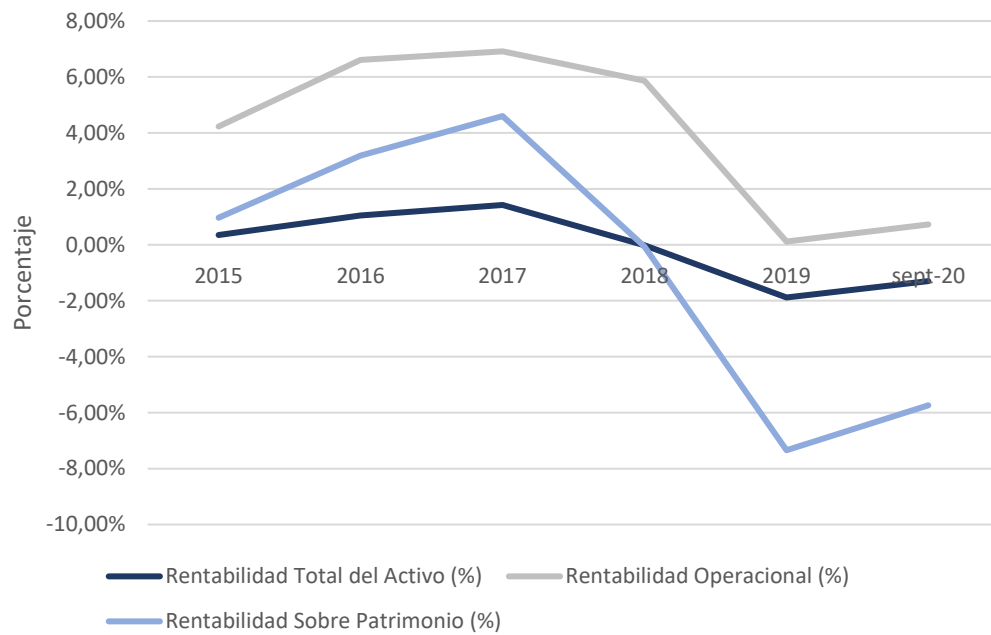
Ilustración 17
Evolución de la razón circulante
2015 – sept 2020



Evolución de la rentabilidad

Entre 2016 y 2017, respecto a 2015, los ratios de rentabilidad presentaron una mejoría producto de incrementos en la utilidad del ejercicio, sin embargo, durante el año 2019 los indicadores muestran una disminución producto que el resultado final se vio afectado, en parte, por mayores impuestos. En septiembre de 2020 (UDM) los índices muestran una leve mejoría debido a los resultados de la compañía, motivados principalmente por el segmento asegurador debido a menores costos hospitalarios y ambulatorios, en donde la rentabilidad del activo fue -1,3%, 0,7% la rentabilidad operacional y en -5,7% la rentabilidad sobre patrimonio.

Ilustración 18
Evolución de la rentabilidad
2015 - sept 2020



Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Liquidez (veces)	1,26	1,27	1,27	1,30	1,35	1,40
Razón Circulante (Veces)	0,59	0,52	0,70	0,79	0,73	0,80
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,58	0,52	0,70	0,79	0,73	0,80
Razón Ácida (veces)	0,57	0,51	0,69	0,77	0,71	0,77
Rotación de Inventarios (veces)	192,26	177,77	172,01	155,86	128,67	83,39
Promedio Días de Inventarios (días)	1,90	2,05	2,12	2,34	2,84	4,38
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,02	8,24	7,52	6,92	6,85	7,25
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	40,46	44,27	48,55	52,71	53,32	50,32
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,54	5,61	5,96	6,67	6,08	5,84
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	65,90	65,05	61,29	54,70	60,04	62,54
Diferencia de Días (días)	25,45	20,78	12,73	1,99	6,72	12,22
Ciclo Económico (días)	23,55	18,73	10,61	-0,35	3,88	7,84
Ratios de endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Endeudamiento (veces)	0,64	0,70	0,68	0,70	0,78	0,79
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,79	2,33	2,15	2,32	3,55	3,70
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,17	1,58	1,18	0,90	0,72	0,70
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	7,36	5,44	4,45	3,77	5,74	5,14
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,14	0,18	0,22	0,26	0,17	0,19
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	52,10%	43,74%	38,17%	33,14%	45,92%	43,77%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,07%	4,66%	14,61%	23,08%	19,60%	23,61%
Veces que se gana el Interés (veces)	0,41	1,08	1,40	0,43	-1,04	-0,84
Ratios de rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Margen Bruto (%)	18,63%	19,14%	19,28%	20,61%	20,15%	22,65%
Margen Neto (%)	0,28%	0,79%	1,12%	-0,01%	-1,55%	-1,22%
Rotación del Activo (%)	125,54%	129,80%	120,11%	125,03%	110,94%	105,61%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,37%	1,15%	1,61%	-0,02%	-1,97%	-1,35%
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,35%	1,05%	1,42%	-0,02%	-1,88%	-1,30%
Inversión de Capital (%)	76,55%	100,09%	98,39%	106,87%	191,16%	190,43%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-8,77	-6,37	-10,94	-17,75	-12,71	-16,53
Rentabilidad Operacional (%)	4,23%	6,61%	6,92%	5,86%	0,12%	0,72%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	0,97%	3,19%	4,60%	-0,06%	-7,34%	-5,74%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	79,32%	79,02%	78,84%	77,13%	74,29%	71,45%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	81,37%	80,86%	80,72%	79,39%	79,85%	77,35%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	17,06%	16,64%	16,29%	17,96%	20,09%	22,21%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	5,38%	10,10%	12,31%	10,97%	0,28%	2,08%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	3,62%	4,34%	4,87%	4,91%	5,62%	6,34%

“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.”