



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Bupa Chile S.A.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:

Antonio González G.

Aldo Reyes D.

[antonio.gonzalez@humphreys.cl](mailto:antonio.gonzalez@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

FECHA

Marzo 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos AA-  
Tendencia Favorable<sup>1</sup>

EEFF base 30 de septiembre 2021<sup>2</sup>

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
---	--

Línea de bonos	N°722 de 19.06.2012
Línea de bonos	N°723 de 19.06.2012
Serie A (BCRBL-A)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de activ. ordinarias	741.445	790.325	863.920	964.915	973.842	1.130.220
Costo de ventas	-599.539	-638.028	-685.918	-770.627	-754.273	-947.324
Margen bruto	141.906	152.297	178.002	194.288	219.569	182.896
Gastos de administración	-123.413	-128.692	-155.167	-194.024	-197.650	-192.321
Resultado operacional	18.493	23.605	22.835	264	21.919	-9.425
Costos financieros	-8.481	-8.363	-9.929	-14.345	-14.995	-14.312
Utilidad del ejercicio	5.846	8.818	-332	-15.258	4.977	-22.335
EBITDA	32.170	38.491	42.314	54.148	63.242	36.401

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Activos corrientes	129.773	173.727	185.652	210.540	239.293	288.543
Activos no corrientes	446.738	489.618	523.957	669.881	674.712	695.636
Total activos	576.510	663.345	709.609	880.422	914.005	984.179
Pasivos corrientes	247.199	246.430	235.641	287.387	280.037	355.237
Pasivos no corrientes	156.356	206.812	260.439	399.551	437.391	363.955
Pasivos totales	403.555	453.243	496.080	686.938	717.428	719.192
Patrimonio total	172.955	210.102	213.529	193.484	196.576	264.987
Total patrimonio y pasivos	576.510	663.345	709.609	880.422	914.005	984.179
Deuda financiera	176.533	172.477	164.422	315.460	310.903	234.048

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>2</sup> 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.

# Opinión

## Fundamentos 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 2021, el emisor alcanzó ventas consolidadas por \$ 1.130.220 millones, siendo la isapre la responsable de más del 50% de dichos ingresos. En términos de EBITDA, en tanto, a diciembre de 2021 ascendió a \$ 36.401 millones, concentrado fuertemente en la isapre. A la misma fecha, la empresa mantenía una deuda financiera por \$ 234.048 millones y un patrimonio por \$ 264.987 millones.

El cambio de la tendencia de la clasificación de las líneas de bonos de Bupa Chile, desde “*Estable*” a “*Favorable*”, se debe al eventual rescate anticipado de los Bonos Serie A, el cual se haría efectivo el día 13 de abril de 2022, con fondos provenientes del aumento de capital, en espera de aprobación, por \$ 123.397 millones anunciado por la compañía mediante un hecho esencial el 15 de marzo de 2022. En los hechos el endeudamiento relativo<sup>3</sup> – medido como deuda financiera sobre el Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>4</sup>)– que actualmente se encuentra en 4,3 veces caería a 3,3 veces con posterioridad al prepago del Bono Serie A. De la misma forma, el *leverage* de la compañía pasaría de las 2,5 veces a las 1,6 veces, lo que provocaría que el perfil de vencimientos muestre mejoras en su holgura respecto a sus flujos. Por otro lado, en opinión de *Humphreys*, se destaca el apoyo que posee la compañía por parte del grupo controlador, situación que se evidencia en los aumentos de capital, así como en los créditos relacionados proporcionados por la matriz en años anteriores, que han permitido disminuir, en más de una oportunidad, la deuda con instituciones financieras y aumentar la liquidez de la compañía.

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 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 consolidación 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.

En cuanto a Bupa Chile, 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 la intensificación en el uso del segmento asegurador. Esto en particular para la Isapre CruzBlanca, que en tiempos normales representa alrededor del 30% del EBITDA del grupo y actualmente tiene un EBITDA negativo debido al aumento en la siniestralidad ya que algunos procedimientos médicos han sido aplazados, generando mayor gasto en

<sup>3</sup> Para el cálculo de endeudamiento relativo se utilizó la deuda financiera de acuerdo con los EEFF a septiembre de 2021.

<sup>4</sup> 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.

hospitalizaciones, así como el aumento de licencias médicas post natales y psiquiátricas y consultas asociadas al Covid-19.

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 21,6%<sup>5</sup> a nivel de ingresos, mientras que en términos de beneficiarios poseen el 20,8%<sup>6</sup> del total de isapres abiertas, siendo la compañía líder en ingresos y la tercera en cuanto a beneficiarios. 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 apertura 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, en línea con lo proyectado.

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 presentando resultados positivos debido al menor uso por parte de la población de este tipo de servicios, y que actualmente presenta un EBITDA negativo a causa del aumento en la siniestralidad ante una mayor 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 médica 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, no ha dejado de ser relevante en la actualidad.

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

<sup>5</sup> Fuente: Superintendencia de Salud, datos a diciembre de 2021.

<sup>6</sup> Fuente: Superintendencia de Salud, datos a diciembre de 2021. Se considera a los Beneficiarios como a los Cotizantes más sus Cargas.

–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 que considera 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.

La clasificación pudiese ser revisada al alza según se vayan cumpliendo el prepago del Bono Serie A y el aumento de capital antes anunciado.

#### 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 2021

Al 30 de septiembre 2021, los ingresos consolidados del grupo sumaron \$ 840.874 millones, lo que corresponde a un aumento de 18,3% respecto de septiembre de 2020 y se explica por la mayor actividad en el segmento

ambulatorio y hospitalario. El 58,6% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre CruzBlanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 21,3% de Integramédica y el 20,1% 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 2021, aumentaron un 29,1% respecto de igual período de 2020, debido a un aumento en la siniestralidad del área aseguradora por un mayor uso de los planes de salud. Por su parte los gastos de administración y ventas cayeron un 4,5%.

En el mismo periodo, el resultado operacional mostró una fuerte caída respecto de septiembre de 2020, pasando de \$ 13.983 millones a un resultado negativo de \$ 8.459 millones en septiembre de 2021, presionado a la baja principalmente por el resultado del segmento asegurador. El EBITDA tuvo una variación negativa de 44,8%, alcanzando los \$ 24.592 millones en septiembre de 2021.

La deuda financiera de la compañía finalizó el periodo en \$ 225.488 millones, lo que representó una disminución de 27,5% respecto de las obligaciones financieras de diciembre de 2020, debido al aporte de capital por parte de su matriz para el prepago de la deuda hospitalaria de la compañía por un monto cercano a los \$ 90.000 millones; reflejando un aumento del patrimonio pasando de los \$ 196.576 millones, en 2020, a los \$ 274.527 millones en 2021.

## Definición de categorías 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 Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## 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 como la pandemia por Covid-19). 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 INE<sup>7</sup>, sobre la base del Censo 2017, el 16,1% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subirá, 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 9,4%<sup>8</sup> del PIB, lo que es 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%<sup>9</sup>.

**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 36 centros médicos (29 Integramédica, 7 Sonorad), con más de 5,9 millones de atenciones anuales y 9,7 millones de exámenes de laboratorio e imagenología en 2021. La isapre, por su parte, mantiene 38<sup>10</sup> sucursales en todo el país, mientras que a diciembre de 2021 registra 412.658 cotizantes promedio (679.027 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 21,6%<sup>11</sup> 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 504 camas y un nivel de ocupación del 70%.

**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.

**Experiencia grupo controlador:** El grupo Bupa opera en 190 países, con activos totales por US\$ 22.403<sup>12</sup> millones a diciembre de 2021 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 10 veces la deuda financiera individual de Bupa Chile.

<sup>7</sup> Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE.

<sup>8</sup> <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

<sup>9</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

<sup>10</sup> Sucursales a diciembre de 2021.

<sup>11</sup> Superintendencia de Salud, último dato publicado diciembre de 2021.

<sup>12</sup> Según Estados Financieros de Bupa a diciembre de 2021 poseen activos por M\$ 16.597 millones, se calculó con un tipo de cambio GBP 1 = USD 1,3498 al 31 diciembre de 2021.

## 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 2020 se observa una fuerte alza alcanzando un EBITDA de \$ 51.780 millones. Finalmente, en los primeros nueve meses del año 2021, se observa una caída del EBITDA, debido a una mayor siniestralidad a raíz de un mayor uso de los planes de salud, alcanzando un EBITDA negativo de \$ 42.710 millones.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 88,8% y los gastos de administración son del orden del 5,8% 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).

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 en el último periodo 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. Cabe señalar que, de acuerdo con lo señalado por la compañía, el avance en su ocupación va en línea con lo presupuestado.

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 15,0% y 18,0%, respectivamente, del total generado por el holding (según resultados a septiembre de 2021), valores que son más altos que años anteriores,



actualmente se ven más concentrados debido a los resultados de la isapre, que representó un EBITDA negativo en el periodo. 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.<sup>13</sup>, 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 Chile 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 Chile 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,

<sup>13</sup> Cifras obtenidas de los documentos "Memoria gestión 2019" y "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile".

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:

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 2021, el capital de la sociedad ascendía a \$ 242.323 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.

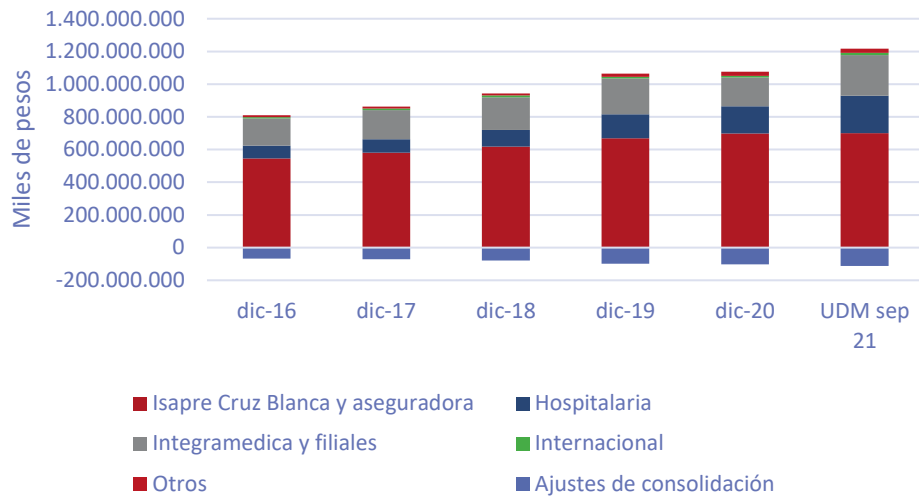
A continuación, se presenta la estructura propietaria al 31 de diciembre de 2021:

Sociedad	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SPA	1.022.761.035	100,00%
Grupo Bupa Sanitas Chile SL	1	0,00%

## Composición de los flujos

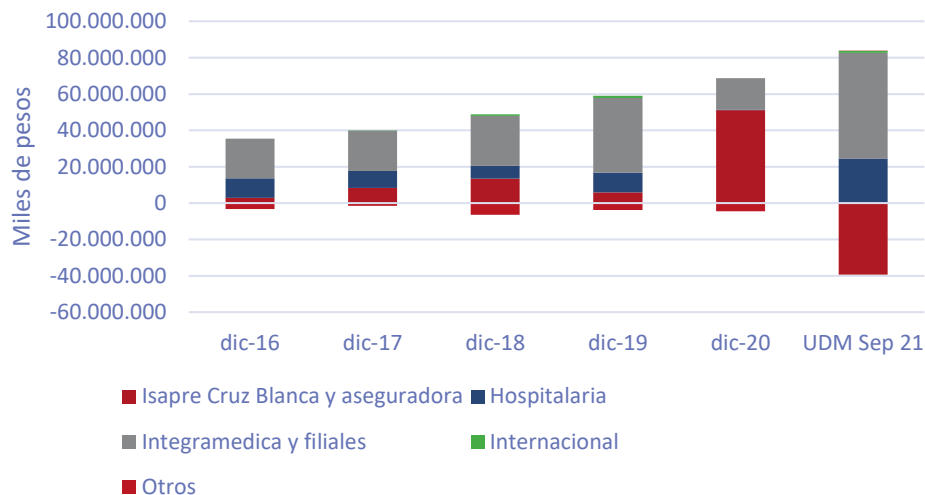
La distribución de los ingresos del holding en el año móvil a septiembre de 2021 fue \$ 1.103.910 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$ 43.284 millones. La distribución de estos indicadores se muestra en la Ilustración 1.

Ilustración 1  
Estructura Ingresos  
2016 – UDM sept 2021



En términos de EBITDA la evolución se muestra a continuación:

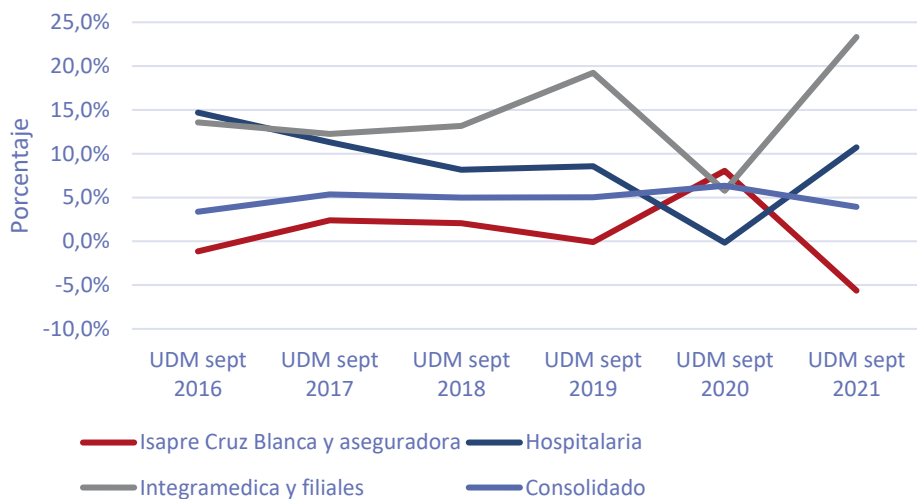
Ilustración 2  
Estructura EBITDA  
2016 – UDM sept 2021



Durante el periodo 2021, como consecuencia indirecta de la pandemia, las isapres aumentaron su siniestralidad, lo que acrecentó gastos hospitalarios y ambulatorios, lo que se traduce en una menor contribución al EBITDA de la compañía por parte de Isapre Cruz Blanca (-88,7% del EBITDA de la compañía, el cual fue negativo, sin embargo en cuanto a nivel de ingresos, sigue siendo la línea de negocio más importante con el 58% de los ingresos de la compañía (calculado en el año móvil a septiembre de 2021.). Por su parte, la atención ambulatoria, a través de Integramédica, participa con un 20,5% de los ingresos totales y aporta un 130,8% del EBITDA del grupo. En cuanto

al área hospitalaria, tiene una participación de 18,8% en los ingresos, adicionalmente, generó un EBITDA equivalente a un 55,3% 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 2021, el margen EBITDA<sup>14</sup> del área hospitalaria es de 10,7%, el de la línea ambulatoria aproximadamente 23,3% y el de la unidad de seguros -5,6%, el año anterior fue de -0,2%, 5,8% y 8,0%, 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 2016 – UDM sept 2021



## Líneas de negocio

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).

<sup>14</sup> Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos.

## 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.

Actualmente, la isapre cuenta con 38<sup>15</sup> sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos de la superintendencia de salud, a diciembre de 2021, la isapre registra en promedio 412.658 cotizantes promedio (679.027 beneficiarios).

Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Aseguradora						
MM \$	2016	2017	2018	2019	2020	UDM sept 21
Ingresos totales	544.948	579.944	616.973	668.802	698.160	700.200
Costo de ventas	-511.769	-542.794	-567.954	-627.765	-607.757	-710.394
Ganancia bruta	33.179	37.150	49.020	41.037	90.403	-10.194
Gastos de administración	-32.898	-31.443	-38.487	-39.794	-44.403	-34.136
Resultado operacional	281	5.707	10.532	1.243	46.001	-44.330
Costos financieros	-321	-424	-523	-981	-818	-1.317
Utilidad del ejercicio	2.953	6.015	8.989	1.778	34.817	-31.392
EBITDA	2.902	8.341	13.394	5.836	51.152	-39.437

Balance General Área Aseguradora						
MM \$	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Activos corrientes	75.942	84.567	80.308	81.225	99.639	83.372
Activos no corrientes	83.724	91.510	101.905	128.281	133.050	137.391
Total activos	159.666	176.077	182.213	209.506	232.689	220.764
Pasivos corrientes	153.413	167.137	163.559	171.929	160.496	178.605
Pasivos no corrientes	1.004	4	211	10.140	9.177	6.822
Pasivos totales	154.417	167.141	163.769	182.069	169.673	185.428
Patrimonio total	5.249	8.936	18.443	27.437	63.017	35.336
Patrimonio y pasivos, total	159.666	176.077	182.213	209.506	232.689	220.764
Deuda financiera	0	0	0	9.608	8.568	7.836

<sup>15</sup> Sucursales a diciembre de 2021.

Ilustración 4  
Evolución de los cotizantes y la cotización mensual  
2016 – sept 2021

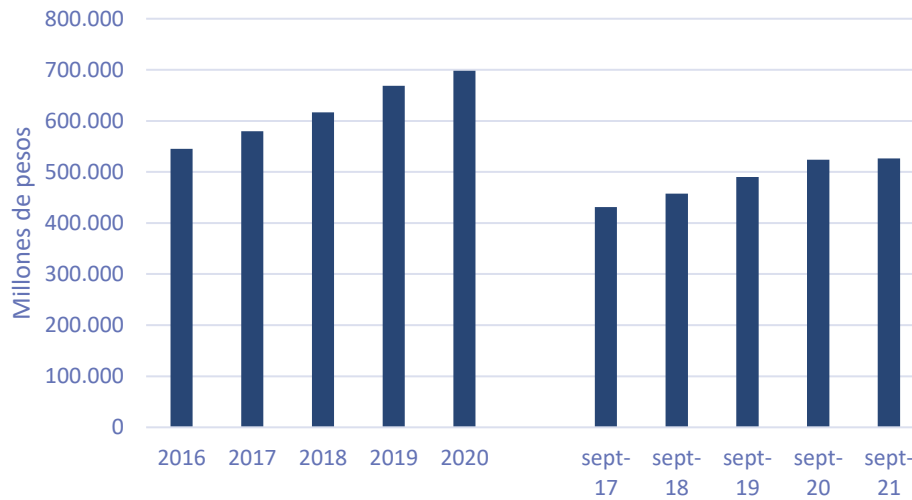


### Evolución de los ingresos

Este segmento representó, aproximadamente, el 57,6%<sup>16</sup> de los ingresos consolidados totales del holding en septiembre de 2021. Tal como muestra la Ilustración 5, los ingresos han aumentado constantemente desde 2010 a una tasa promedio de 11,1% al año, debido a una mayor cantidad de cotizantes y un incremento en las cotizaciones mensuales.

<sup>16</sup> Calculado de los UDM.

Ilustración 5  
Evolución de los ingresos en el segmento de seguros  
2016 – sept 2021



#### 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, la cual se ve revertida en el periodo 2021, a raíz de mayores costos ambulatorios y hospitalarios a consecuencia de la reactivación en el uso de los planes de este sector. A septiembre de 2021, el sector asegurador de la compañía reportó perdidos por \$ 33.287 millones, influenciadas principalmente por la isapre, resultado que es inferior a los presentados en septiembre de 20 donde se produjeron ganancias por \$ 32.922 millones.

Ilustración 6  
Evolución del resultado del segmento de seguros  
2016 – sept 2021

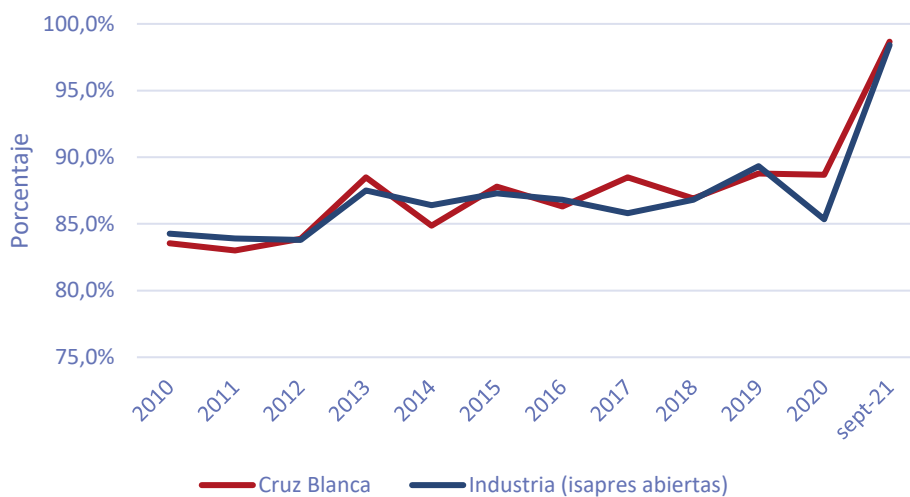


### Siniestralidad

Los niveles de siniestralidad de la isapre, definida como costo de venta sobre ingresos de actividades ordinarias, a septiembre de 2021 han presentado indicadores levemente superiores a los de la industria en su conjunto, donde la siniestralidad de isapre CruzBlanca fue de 98,7%, mientras que para las isapres abiertas fue de 98,4%, 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 2021



### Área prestadora hospitalaria

El área de prestaciones hospitalarias está integrada 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 136 camas y una superficie construida de 20.600 m<sup>2</sup>.

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 121 camas y una superficie construida de 11.918 m<sup>2</sup>.

Clínica San José está ubicada en Arica. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 54 camas y una superficie construida de 5.898 m<sup>2</sup>.

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 193 camas habilitadas y una superficie construida de 103.852 m<sup>2</sup>. 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 \$	2016	2017	2018	2019	2020	UDM sept 21
Ingresos totales	78.207	83.799	102.897	146.833	165.461	229.215
Costo de ventas	-51.232	-54.803	-70.775	-101.037	-121.995	-158.840
Margen bruto	26.975	28.996	32.122	45.796	43.466	70.375
Gastos de administración	-19.810	-23.180	-31.116	-42.765	-52.885	-55.974
Resultado operacional	7.165	5.817	1.006	3.031	-9.419	14.401
Costos financieros	-1.682	-1.550	-3.746	-6.732	-2.985	-1.508
Utilidad del ejercicio	7.193	5.856	-1.676	2.262	-8.144	16.862
EBITDA	10.798	9.309	7.037	10.991	238	23.047

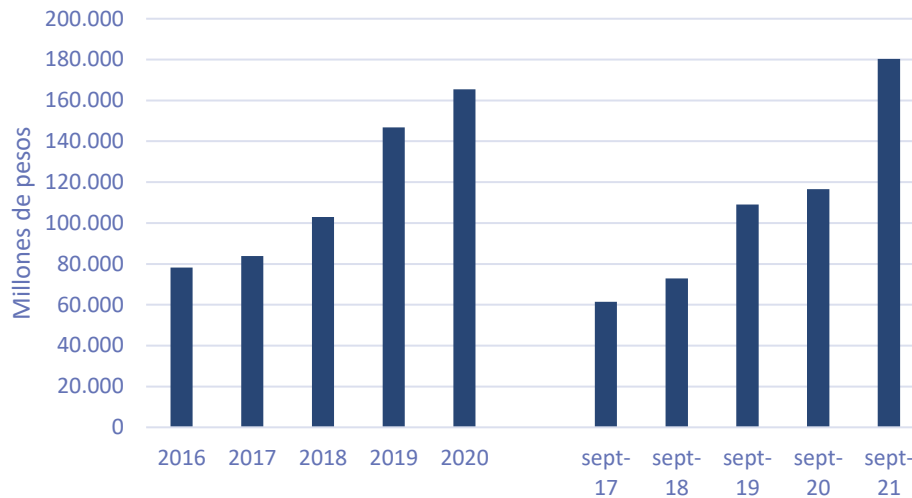
**Balance General Área Hospitalaria**

MM \$	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Activos corrientes	54.180	62.015	80.491	104.426	113.877	155.018
Activos no corrientes	180.611	215.830	250.010	266.238	261.139	284.607
Total activos	234.791	277.846	330.501	370.664	375.016	439.626
Pasivos corrientes	50.771	58.904	90.039	45.472	57.571	75.411
Pasivos no corrientes	62.758	90.305	99.587	127.581	132.362	36.516
Pasivos totales	113.529	149.209	189.626	173.053	189.934	111.928
Patrimonio total	121.263	128.637	140.875	197.611	185.081	327.698
Patrimonio y pasivos, total	234.791	277.846	330.501	370.664	375.016	439.626
Deuda financiera	72.957	103.390	106.624	62.841	90.404	708

**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 2021, este segmento de negocio representa el 18,8% de los ingresos totales de la compañía.

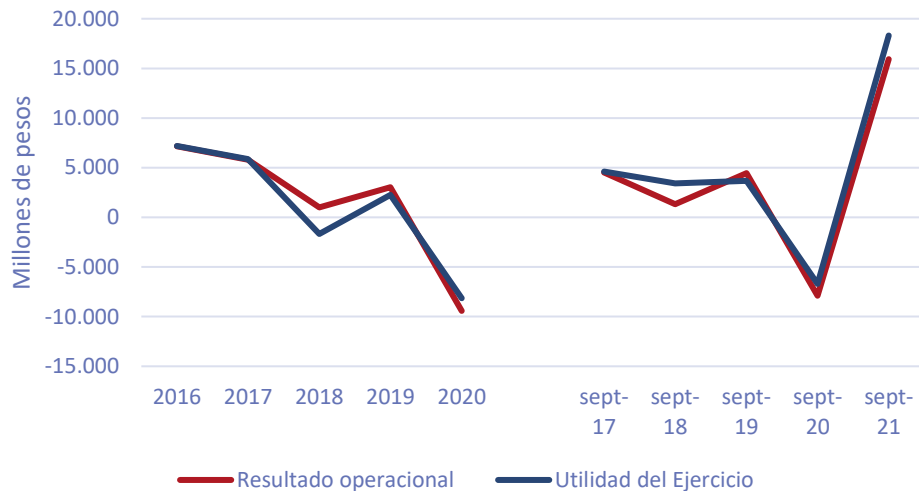
Ilustración 8  
Evolución de los ingresos del área hospitalaria  
2016 – sept 2021



#### Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los ingresos del segmento hospitalario a septiembre de 2021 crecieron un 54,7%, respecto de septiembre de 2020. Lo anterior, es producto principalmente de mayor actividad del negocio, a raíz de que la población comenzó a utilizar estos servicios que había postergado producto de la pandemia y medidas de contención como cuarentenas y toques de queda. El margen bruto de este segmento aumentó en un 90,0% mientras que los gastos de administración mostraron un aumento de un 8,2%. Dado esto, el EBITDA de este segmento aumentó considerablemente llegando a los \$ 23.577 millones, lo que se traduce en una utilidad superior en comparación a la obtenida en septiembre de 2020, en donde presentaron perdidas por \$ 6.696 millones.

Ilustración 9  
Evolución del resultado operacional y del ejercicio del segmento hospitalario  
2016 – sept 2021



## 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 29 centros Integramédica, 7 Sonorad, con más de 5,9 millones de atenciones anuales y 9,7 millones de exámenes de laboratorio e imagenología a 2021. 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 \$	2016	2017	2018	2019	2020	UDM sept 21
Ingresos totales	166.557	177.952	200.437	218.897	176.804	249.253
Costo de ventas	-90.136	-97.246	-110.342	-119.566	-98.318	-127.825
Margen bruto	76.421	80.706	90.096	99.331	78.486	121.428
Gastos de administración	-61.107	-66.198	-72.311	-82.195	-85.399	-89.340
Resultado operacional	15.315	14.508	17.785	17.136	-6.913	32.088
Costos financieros	-2.424	-2.123	-1.612	-4.226	-4.373	-4.214
Utilidad del ejercicio	9.956	9.265	11.737	9.804	-7.511	21.570
EBITDA	21.685	22.268	27.520	41.064	17.301	58.116

Balance General Área Ambulatoria						
MM \$	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Activos corrientes	20.491	23.524	24.291	26.961	28.349	40.362
Activos no corrientes	160.551	160.984	159.800	276.764	284.823	274.998
Total activos	181.042	184.508	184.092	303.725	313.172	315.361
Pasivos corrientes	48.387	52.670	22.796	39.419	52.120	44.925
Pasivos no corrientes	9.154	1.663	11.131	110.549	114.806	112.408
Pasivos totales	57.541	54.363	33.927	149.968	166.926	157.334
Patrimonio total	123.501	130.144	150.164	153.757	146.246	158.026
Patrimonio y pasivos, total	181.042	184.508	184.092	303.725	313.172	315.361
Deuda financiera	29.220	9.660	942	115.916	124.610	118.962

#### Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a una tasa anual compuesta igual a 8,9% entre 2011 y el año móvil a septiembre de 2021, los que representan alrededor del 20,5% de los ingresos del *holding*.

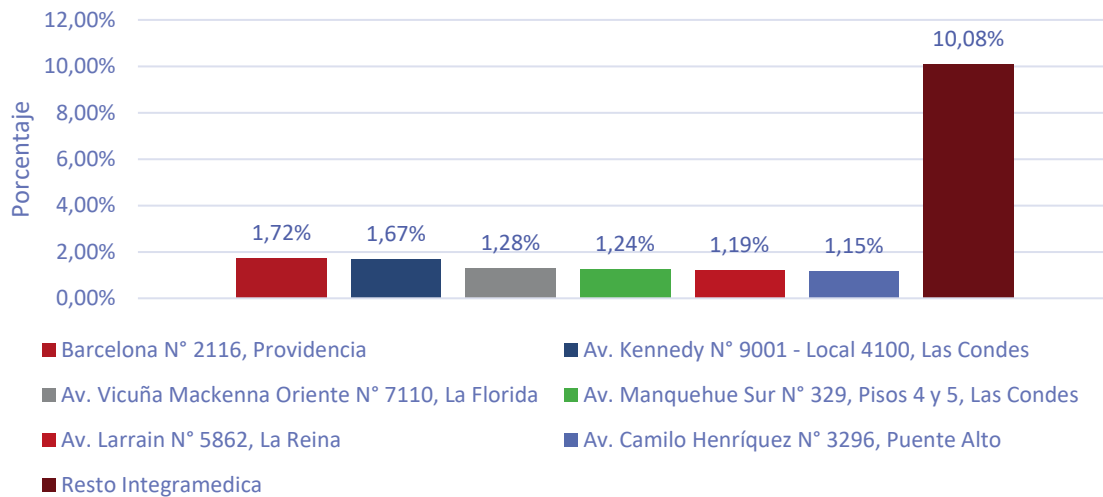
Ilustración 10  
Evolución de los ingresos del área ambulatoria  
2016 – sept 2021



Actualmente, tres centros de Integramédica concentran cerca del 41,0% del EBITDA total de Bupa Chile, donde se explican el 15,6%, 13,0% y 12,9%, respectivamente. Estos mismos centros representan el 1,7% 1,3% y 1,2%, respectivamente, de los ingresos totales del *holding*, considerando que el área aseguradora presentó un EBITDA negativo.

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

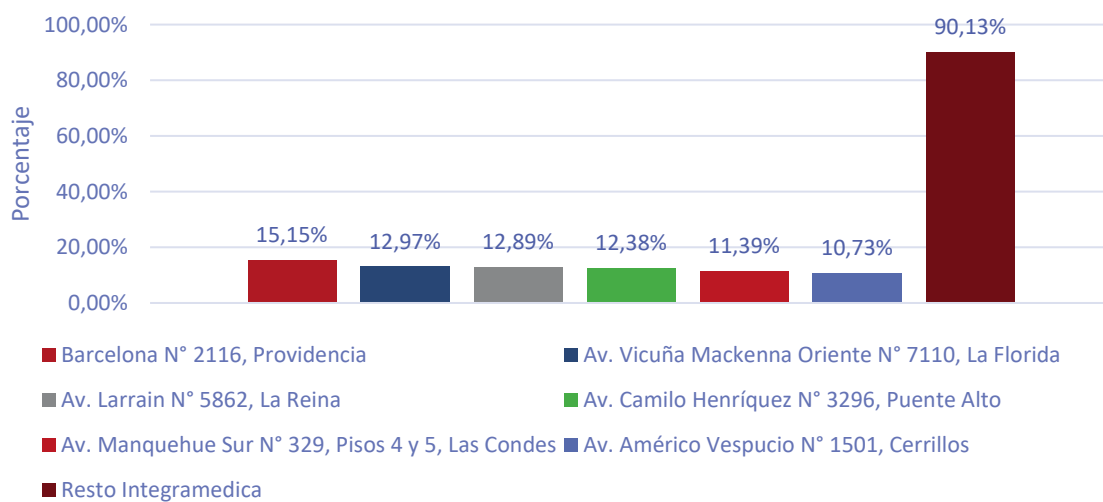
Ilustración 11  
Distribución de los ingresos operacionales  
Septiembre 2021



Seis de los 38 centros ambulatorios representan el 71,1% del EBITDA total generado por el holding, situación que se da porque el área aseguradora presentó un EBITDA negativo, no obstante el año anterior esta cifra era de 20%.

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 2021

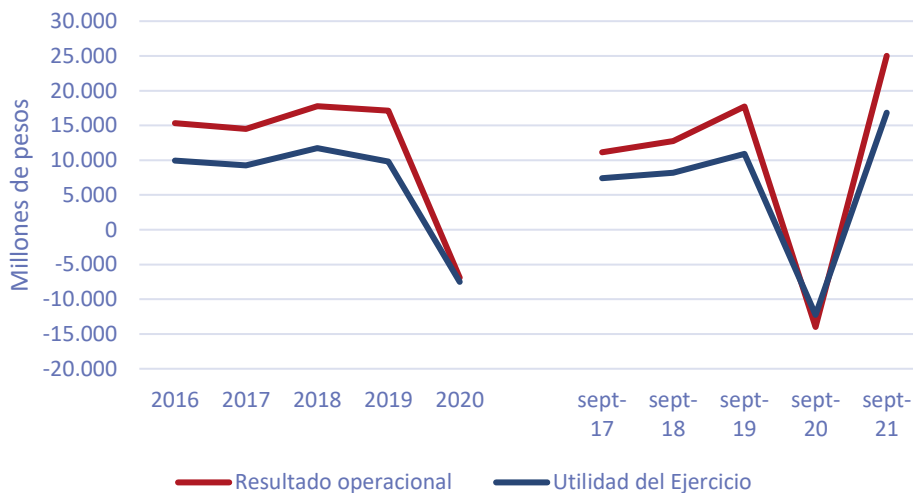


### Evolución de los resultados

El resultado operacional y la utilidad del ejercicio de la empresa han sido fluctuantes en el periodo evaluado, en donde entre el periodo entre 2015 y 2021 mostraban una tendencia creciente en el tiempo, salvo en el periodo 2020, en donde alcanzó resultados negativos.

A septiembre de 2020, los ingresos crecieron un 61,2%, respecto de septiembre de 2020 principalmente por mayor actividad posterior al periodo más crítico de la pandemia y aumento en exámenes de laboratorio, consultas médicas y procedimientos. Los costos de venta aumentaron un 43,4% por mayores costos en honorarios médicos, insumos clínicos y servicios directos, debido a una mayor tasa de uso. Por su parte, los gastos de administración del segmento ambulatorio tuvieron un incremento igual a 6,1%, dado esto, el resultado operacional de la compañía creció un 278%, revirtiendo los resultados negativos del año anterior mientras que la utilidad de este segmento lo hizo en un 237%, respecto de septiembre de 2020.

Ilustración 13  
Evolución de los resultados del segmento ambulatorio  
2016– sept 2021



### Área internacional

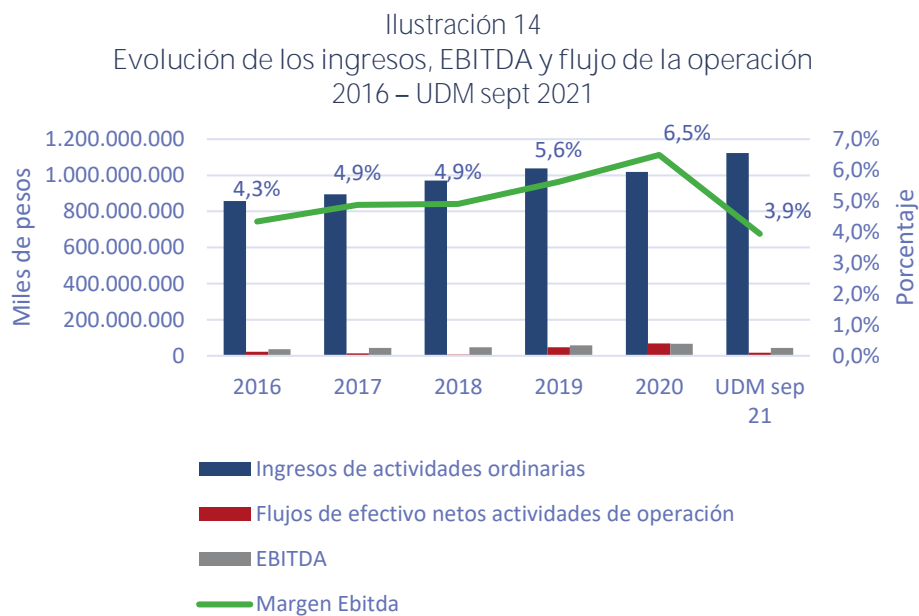
Incluye la gestión de Cruz Blanca Salud Perú, Resomasa (dedicada a los servicios de diagnóstico por imágenes), Anglolar (laboratorio) e Integramédica Perú. Esta última comenzó recientemente su operación. El área internacional representa el 1,0% de los ingresos de la empresa.

## Análisis financiero<sup>17</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de Bupa Chile, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2016 y el año móvil a septiembre de 2021.

### Evolución de los ingresos, EBITDA

Bupa Chile alcanzó ingresos por \$ 1.122.933 millones en el año móvil a septiembre de 2021, lo que corresponde a un incremento de 10,3% respecto de diciembre de 2020. 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 9,1% 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 2010-2021 (UDM), el margen EBITDA ha fluctuado entre un máximo de 9,8% (año 2011) y un mínimo de 3,6% (año 2015), actualmente se encuentra en 3,9%, tal como se ve en la Ilustración 14.



### Evolución del endeudamiento

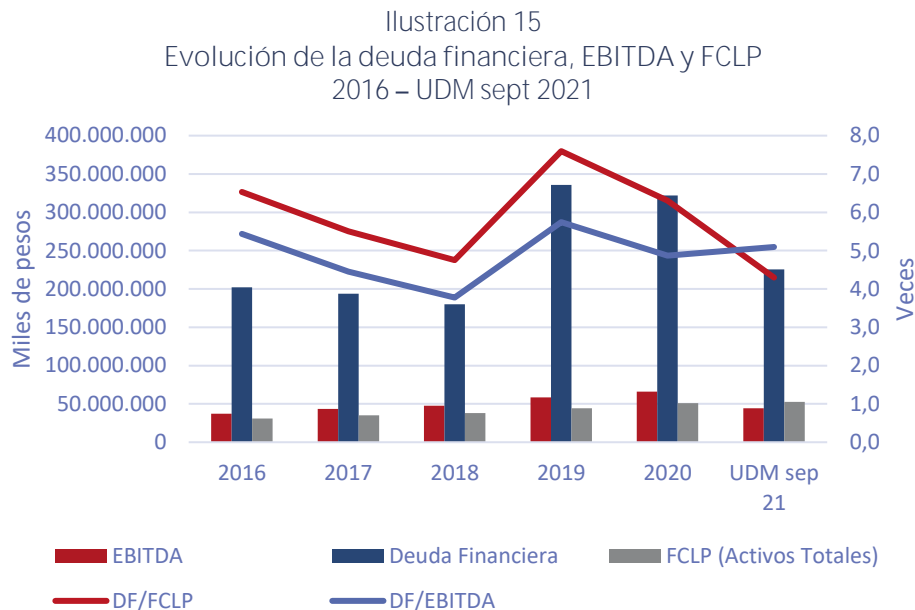
A septiembre de 2021, la deuda financiera era de \$ 225.488 millones un 30% inferior a lo observado a diciembre de 2020, dado que durante el primer semestre de 2021 la matriz Bupa Finance Plc. realizó un aumento de capital por \$ 90.000 millones, los cuales fueron utilizados para reducir la deuda del segmento hospitalario.

<sup>17</sup> 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.

El endeudamiento relativo<sup>18</sup> –medido como deuda financiera sobre EBITDA o Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>19</sup>)- ha venido disminuyendo desde el año 2016, 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 5,4 veces, en 2016, a 3,8 veces a diciembre de 2018. En el año 2019 el índice aumentó drásticamente, debido a la aplicación de la NIIF 16. Actualmente esta relación se encuentra en las 5,1 veces, aumento debido a la baja del EBITDA del área aseguradora.

Asimismo, la relación entre deuda financiera y FCLP aumentó de 4,8 veces, en 2018, a 7,6 veces en 2019, debido a la aplicación de la NIIF 16, y en el periodo a septiembre de 2021 cae a las 4,3 veces.

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



El perfil de vencimientos<sup>20</sup> de la compañía, mantiene holgura para los periodos comprendidos entre los años 2022 y 2025 (incluyendo pago de intereses y amortizaciones), que corresponden a préstamos de capital de trabajo (renovables), bonos y préstamos intercompañía, los cuales pueden ser cubiertos con los niveles de EBITDA generado en el año móvil a septiembre de 2021 por Bupa Chile, iguales a \$ 44.260 millones, y los niveles de FCLP generados por la empresa, monto igual a \$ 52.475 millones, tomando en cuenta que se renovarían los créditos de capital de trabajo de 2022.

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

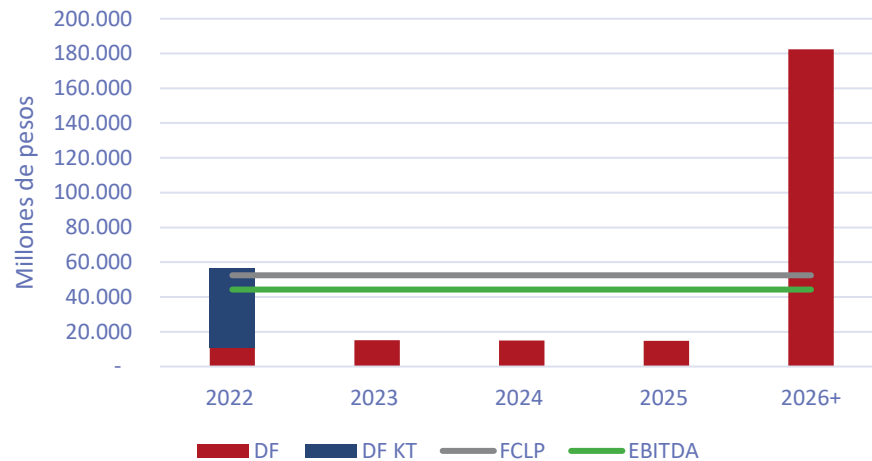
<sup>18</sup> Para el cálculo de endeudamiento relativo se utilizó la deuda financiera de acuerdo con los EEFF a septiembre de 2021.

<sup>19</sup> 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.

<sup>20</sup> Perfil de vencimientos de la deuda financiera al 30 de septiembre de 2021.



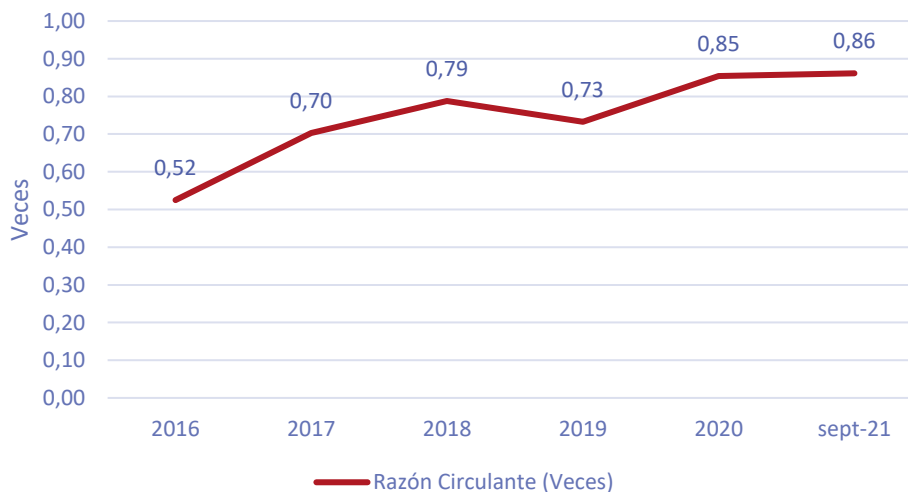
Ilustración 16  
Evolución del perfil de pagos (amortización e intereses) frente al EBITDA y FCLP  
(Miles de pesos)



## Evolución de la liquidez

En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante<sup>21</sup>, ha sido persistentemente inferior a la vez. No obstante, a partir de 2016 comienza a mostrar una tendencia al alza alcanzando, a septiembre de 2021, las 0,86 veces.

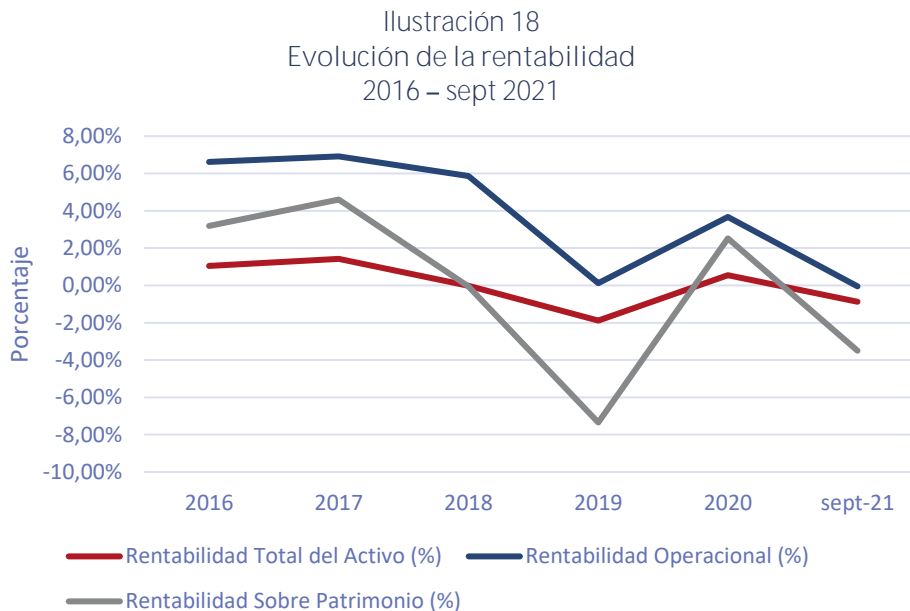
Ilustración 17  
Evolución de la razón circulante  
2016 – sept 2021



<sup>21</sup> Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante.

## Evolución de la rentabilidad

Entre 2016 y 2019, los ratios de rentabilidad presentaron una tendencia a la baja. En 2020 los índices muestran una mejoría debido a los resultados de la compañía, motivados principalmente por el segmento asegurador debido a menores costos hospitalarios y ambulatorios, pero a septiembre de 2021 (UDM), estas rentabilidades caen debido al mayor uso de los planes de salud del segmento asegurador, reflejado en el aumento en la siniestralidad de la industria, en donde la rentabilidad del activo fue -0,9%, 0,0% la rentabilidad operacional y en -3,5% la rentabilidad sobre patrimonio.



## Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	sept-21
Nivel de endeudamiento financiero	No superior a 1,75	0,48
Nivel de Cobertura Gastos Financieros Netos	No inferior a 3,0	3,28

## Ratios financieros<sup>22</sup>

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Liquidez (veces)	1,27	1,27	1,30	1,35	1,37	1,27
Razón Circulante (Veces)	0,52	0,70	0,79	0,73	0,85	0,86
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,52	0,70	0,79	0,73	0,85	0,86
Razón Ácida (veces)	0,51	0,69	0,77	0,71	0,82	0,83
Rotación de Inventarios (veces)	177,77	172,01	155,86	128,67	91,07	79,41
Promedio Días de Inventarios (días)	2,05	2,12	2,34	2,84	4,01	4,60
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	8,24	7,52	6,92	6,85	7,03	6,03
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	44,27	48,55	52,71	53,32	51,90	60,58
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,61	5,96	6,67	6,08	5,69	6,19
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	65,05	61,29	54,70	60,04	64,10	58,93
Diferencia de Días (días)	20,78	12,73	1,99	6,72	12,20	-1,65
Ciclo Económico (días)	18,73	10,61	-0,35	3,88	8,20	-6,25

Ratios de endeudamiento						
	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Endeudamiento (veces)	0,70	0,68	0,70	0,78	0,78	0,71
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,33	2,15	2,32	3,55	3,64	2,45
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,58	1,18	0,90	0,72	0,64	0,92
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	5,44	4,45	3,77	5,74	4,87	5,09
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,18	0,22	0,26	0,17	0,21	0,20
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	43,74%	38,17%	33,14%	45,92%	43,40%	33,50%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	4,66%	14,61%	23,08%	19,60%	24,56%	26,52%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,08	1,40	0,43	-1,04	0,42	-1,08

<sup>22</sup> 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 (%)	19,14%	19,28%	20,61%	20,15%	22,55%	17,28%
Margen Neto (%)	0,79%	1,12%	-0,01%	-1,55%	0,51%	-0,74%
Rotación del Activo (%)	129,80%	120,11%	125,03%	110,94%	107,75%	118,49%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,15%	1,61%	-0,02%	-1,97%	0,57%	-0,91%
Inversión de Capital (%)	1,05%	1,42%	-0,02%	-1,88%	0,55%	-0,88%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	100,09%	98,39%	106,87%	191,16%	189,10%	131,15%
Rentabilidad Operacional (%)	-6,37	-10,94	-17,75	-12,71	-24,14	-25,03
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	6,61%	6,92%	5,86%	0,12%	3,67%	-0,05%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	3,19%	4,60%	-0,06%	-7,34%	2,53%	-3,49%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	79,02%	78,84%	77,13%	74,29%	73,20%	78,75%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	80,86%	80,72%	79,39%	79,85%	77,45%	82,72%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	16,64%	16,29%	17,96%	20,09%	20,30%	17,31%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	10,10%	12,31%	10,97%	0,28%	11,19%	-0,13%

*"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."*