



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Elisa Villalobos H.  
Tel. (56) 22433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

**Bupa Chile S.A.**

Abril 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo         |                   |
|-----------------------------|-------------------|
| Tipo de instrumento         | Categoría         |
| Línea de Bonos<br>Tendencia | A<br>Estable      |
| EEFF base                   | 31 diciembre 2015 |

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

| Estado de Resultados Consolidado IFRS |               |               |               |               |                |                |                |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| MM \$                                 | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013           | 2014           | 2015           |
| Ingresos totales                      | 280.142       | 367.445       | 415.270       | 471.578       | 534.705        | 591.939        | 657.107        |
| Costo de ventas                       | -240.176      | -288.953      | -321.223      | -375.679      | -421.360       | -473.306       | -534.857       |
| Margen Bruto                          | <b>39.965</b> | <b>78.492</b> | <b>94.048</b> | <b>95.899</b> | <b>113.344</b> | <b>118.634</b> | <b>122.250</b> |
| Gastos de administración              | -36.142       | -55.840       | -61.060       | -67.580       | -95.116        | -97.302        | -112.068       |
| Resultado operacional                 | <b>5.682</b>  | <b>23.430</b> | <b>34.238</b> | <b>28.975</b> | <b>18.228</b>  | <b>21.332</b>  | <b>10.182</b>  |
| Costos financieros                    | -3.669        | -7.043        | -9.752        | -8.587        | -9.579         | -8.950         | -9.194         |
| Utilidad del Ejercicio                | 2.268         | 11.151        | 21.310        | 18.680        | 10.993         | 13.813         | 1.780          |
| EBITDA                                | 8.014         | 31.153        | 41.889        | 38.810        | 29.366         | 33.777         | 23.624         |

| Balance General Consolidado IFRS   |                |                |                |                |                |                |                |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| MM \$                              | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           |
| Activos Corrientes                 | 51.122         | 64.748         | 132.017        | 111.517        | 110.839        | 99.626         | 108.256        |
| Activos No Corrientes              | 167.938        | 267.132        | 296.754        | 340.399        | 371.106        | 413.275        | 424.550        |
| <b>Total Activos</b>               | <b>219.060</b> | <b>331.880</b> | <b>428.771</b> | <b>451.916</b> | <b>481.977</b> | <b>512.901</b> | <b>532.806</b> |
| Pasivos Corrientes                 | 79.952         | 85.729         | 116.929        | 126.159        | 141.073        | 162.299        | 184.461        |
| Pasivos No Corrientes              | 66.472         | 153.830        | 131.993        | 135.542        | 148.518        | 159.065        | 157.282        |
| Pasivos Totales                    | 146.424        | 239.559        | 248.922        | 261.701        | 289.591        | 321.364        | 341.743        |
| Patrimonio total                   | 72.636         | 92.321         | 179.848        | 190.215        | 192.354        | 191.537        | 191.063        |
| <b>Patrimonio y Pasivos, Total</b> | <b>219.060</b> | <b>331.880</b> | <b>428.771</b> | <b>451.916</b> | <b>481.977</b> | <b>512.901</b> | <b>532.806</b> |
| Deuda Financiera                   | 65.971         | 142.340        | 127.269        | 132.737        | 150.831        | 160.634        | 177.953        |

## 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, de prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área.

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

Durante 2015 el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$657.107 millones (US\$ 925,3 millones<sup>1</sup>), aportando Isapre CruzBlanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service) aproximadamente el 74,0%, 21,9% y 10,7% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, en 2015 ascendió a \$23.624 millones (US\$ 33,3 millones), la distribución fue en torno al -12,9%, 42,6% y 77,1%<sup>2</sup>, en el mismo orden. A la misma fecha la empresa mantenía deuda financiera por \$177.953 millones (US\$ 250,6 millones) y un patrimonio por \$191.063 millones (US\$ 269,0 millones).

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Bupa Chile S.A.** en "Categoría A" se ha considerado el desarrollo de un modelo de negocio 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, además, mejorar la eficiencia en el control de costos. 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 65 años de experiencia en el sector de la salud, ofreciendo desde seguros hasta atención hospitalaria. Además, los controladores únicos de **Bupa Chile** tienen la capacidad para aportar recursos financieros en caso que el emisor los requiriese, ya sea para los planes de expansión o contingencias; esto se constata cuando se observa que el patrimonio de **Bupa Chile** representa el 3,6% del de Bupa y que la clasificación de solvencia de la matriz es de Baa2 (grado de inversión en escala global).

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.

<sup>1</sup> Tipo de cambio utilizado, al 31 de diciembre de 2015: \$ 710,16/US\$.

<sup>2</sup> La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa que genera EBITDA negativo que alcanza un -1,6% del total y otros que representa -5,5%. Cabe señalar que en 2015, el área asegurador finalizó 2015 con un EBITDA negativo igual a \$2.958 millones.

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 22,2% en términos de ingresos, mientras que en términos de cotizantes poseen el 21,7% del total de isapres abiertas, siendo la compañía líder en ambas mediciones. 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 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 incorporar 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.

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*, y la necesidad del grupo de tener presencia en las prestaciones hospitalarias de la Región Metropolitana.

Respecto al primer punto, la isapre ha presentado en algunos periodos rentabilidades y EBITDA negativos, como lo que sucedió durante 2015; además, las regulaciones a que está afecto el sector, así como un mejor desempeño de Fonasa, podrían incidir negativamente en la rentabilidad de largo plazo del negocio. 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 necesidad de una clínica en la Región Metropolitana, por su parte, se explica para generar sinergias y eficiencias con el negocio de Integramédica, el cual se desarrolla básicamente dentro del Gran Santiago. En este contexto, se tiene que considerar que la competencia relevante de **Bupa Chile** dispone de centros de atención hospitalarios posicionados en sus respectivos segmentos de mercado.

Cabe señalar que en línea con lo anterior, el emisor ha comenzado la construcción –en un terreno de 58.589 metros cuadrados– para las operaciones de la denominada “Clínica Bupa Santiago”, ubicada en la comuna de La Florida, inversión que se estima alcanzaría en una primera fase US\$ 170 millones para implementar 314 camas, de los cuales, US\$ 60 millones ya fueron invertidos. En una segunda fase una inversión de US\$ 28 millones para alcanzar un total de 460 camas. Con todo, no se puede desconocer que la inversión incorpora los riesgos propios de todo proyecto –referidos a plazos y costos– y los riesgos de implementación y de operación (capacidad de alcanzar el punto de equilibrio). En 2014, la compañía suscribió un contrato de apertura de crédito por un monto de hasta UF 3,2 millones, que tiene la finalidad financiar la construcción, puesta en marcha y operación de la Clínica, con plazo de 20 años.

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. 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 solvencia 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.

Es posible observar un incremento en el endeudamiento relativo al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)– desde las 4,7 veces (a diciembre de 2011) a las 7,6 veces (a diciembre de 2015) – debido a la caída en la rentabilidad de los negocios, principalmente del segmento asegurador, como por el incremento en los pasivos producto de los desembolsos que deben realizarse para la construcción de la “Clínica Bupa Santiago”. No obstante, a juicio de la clasificadora, está situación *–ceteris paribus–* debiera revertirse a futuro con la consolidación de los centros Integramédica de reciente constitución. Pero se debe considerar que en los años venideros aumentará el endeudamiento relativo de la sociedad producto del financiamiento de la clínica en construcción<sup>3</sup>, junto con una mayor presión en los flujos dada la puesta en marcha de esta última. Otro elemento a considerar en el proceso de evaluación dice relación con 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. Asimismo, se puede percibir que el perfil de pago de la deuda ha provocado una estrechez en los flujos, que podría persistir hasta 2018; sin embargo, en la actualidad se dispone del apoyo y respaldo de Bupa.

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

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, siempre en el mediano plazo, un desarrollo exitoso de la clínica que se comenzó a construir en Santiago.

Para la mantención de la clasificación es necesario que el emisor mantenga estables sus niveles de endeudamiento relativo (considerando el mayor nivel de deuda esperado, dado la construcción de Clínica Santiago lo que presionará, por un lado, los flujos del emisor, como el correspondiente aumento de la deuda financiera) y mantenga el foco de su modelo de negocios.

---

<sup>3</sup> La construcción de la clínica en Santiago, y su impacto en la deuda de la empresa, como la implicancia de los riesgos de sobre precio y sobre plazo, son elementos que siempre han estado presente en la clasificación de **Bupa Chile**.

## 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.

### Fortalezas complementarias

- Filiales rentables por si solas.
- Filiales con buen posicionamiento de mercado y fortaleza de marcas.
- Apoyo efectivo de la matriz, Bupa.

### Fortalezas de apoyo

- Adecuados niveles y estándar de administración.
- Grupo controlador con capacidad de apoyo financiero.

### Riesgos considerados

- Riesgos asociados al sistema isapre: exposición a siniestralidad, regulaciones, sensibilidad a los ciclos recesivos (riesgo administrable, salvo en los aspectos regulatorios).
- Consolidación de la clínica en Santiago y riesgos propios de un proyecto de gran envergadura: sobreplazo y sobrecosto (riesgo que podría impactar negativamente los flujos del emisor hasta 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 diciembre de 2015

Al 31 de diciembre 2015 los ingresos consolidados del grupo sumaron \$657.107 millones, lo que corresponde a un aumento de 11,0% respecto de 2014, lo que se explica por una mayor base de afiliados en el sector asegurador y por el incremento en las atenciones de los centros médicos y clínicas. El 74,0% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre CruzBlanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 21,9% de Integromedica y el 10,7% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service). Los costos de explotación a diciembre 2015 aumentaron un 13,0% respecto de igual período de 2014. Lo anterior se debe a una mayor siniestralidad<sup>4</sup> en la isapre. Según los datos de la Superintendencia de Salud, este indicador para Isapre CruzBlanca pasó de 84,9%, en 2014, a 87,8%, en 2015.

<sup>4</sup> Medido como costo de venta/ingreso de actividades ordinarias.

Los gastos de administración y ventas crecieron un 15,2% por mayores gastos legales debido a las costas judiciales originadas por los recursos de protección impuestos por los afiliados en el área asegurador, además de los gastos asociados a la apertura de nuevos centros médicos.

El resultado operacional y del ejercicio mostraron un retroceso, respecto de diciembre 2014, de 17,0% y 87,1%, respectivamente. El EBITDA tuvo una variación negativa de 30,1%, llegando a \$23.624 millones en 2015, principalmente por los aumentos en los costos y gastos del área asegurador.

Con todo, **Bupa Chile** finalizó el ejercicio del año 2015 con utilidades por \$1.780 millones, con un retroceso de 87,1% respecto a 2014.

La deuda financiera de la compañía finalizó el periodo en \$177.953 millones, lo que representó un aumento de 10,8% respecto de las obligaciones financieras de 2014.

### Eventos recientes

Durante enero de 2016, se realizó una oferta pública de adquisición de acciones de **Bupa Chile** por parte del Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SpA. De esta forma, esta última compañía pasó a ser dueño del 100% de la propiedad de **Bupa Chile** (a septiembre de 2015 Bupa Sanitas Chile Uno SpA poseía el 56,38% de las acciones de **Bupa Chile**).

## Definición categoría de riesgo

### Categoría A

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

### 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 las isapre, pero beneficia a las restantes filiales). Todo ello da una elevada fortaleza al modelo de negocio del grupo, reforzado además por la estabilidad de los resultados mostrados por Integramédica. A modo de ejemplo, se

puede señalar que la existencia de centros médicos contribuye al fortalecimiento de las clínicas o que la relación seguro-clínica permite controlar los costos de manera más eficiente.

**Demandas 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 actualmente el 15,3% 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 de servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 7,3%<sup>5</sup> del PIB, lo que es un porcentaje bajo respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 9,3%. 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 2014, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 144,6%<sup>6</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 33 centros médicos (25 Integramédica, siete Sonorad y Centro Dra. Pilar Gazmuri), con más de 5,7 millones de atenciones anuales, más de 5,9 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. La isapre, por su parte, mantiene 74 sucursales en todo el país, mientras que a diciembre de 2015 registra 403.927 cotizantes (709.204 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 22,2% en términos de ingresos. Las clínicas, además de constituirse como los principales centro de alta complejidad en sus regiones, poseen una oferta conjunta de 360 camas y un nivel de ocupación del 53%. A todo lo anterior se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria, que en el caso de las gerencias generales de las respectivas empresas implica una trayectoria que fluctúa entre los 19 y 30 años de experiencia.

**Desempeño satisfactorio y perspectivas positivas:** 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 refuerzen 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\$ 17.526 millones a diciembre de 2015 y una cartera de 32 millones de clientes lo cual le ha permitido obtener experiencia en la operación de actividades aseguradoras y de prestación de atenciones médicas bajo diversas

<sup>5</sup> Base de datos de la OCDE sobre la salud 2014. Datos a 2012.

<sup>6</sup> Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

modalidades de organización del sector salud, lo cual ha permitido una adaptación más rápida de la administración de **Bupa Chile**. 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 fortalezas financieras en caso de que el emisor necesite del aporte de fondos ya sea por planes de expansión y/o disminución de flujos.

**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 casi cuatro veces la deuda financiera individual de **Bupa Chile**.

## Factores de riesgo

**Track record Isapre CruzBlanca:** Esta inversión, que es la que más aporta en términos de ingresos, pero que mostrado bastante sensibilidad en sus resultados. En 2008 obtuvo un EBITDA negativo por cerca de \$ 3 mil millones y en 2011, revirtiendo esta situación, obtuvo su mayor EBITDA por \$16 mil millones. En 2014, el EBITDA de isapre CruzBlanca se duplicó, respecto de 2013, llegando a \$11.594 millones mientras que al cierre de 2015 obtuvo un EBITDA negativo cercano a \$1.838 millones.

**Riesgo del sistema isapre:** La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 87,3% y los gastos de administración son del orden del 12,3% 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). Además, que con los recursos de protección que interponen los afiliados en contra de las alzas de las isapres, se le está dificultando, a la industria en general, traspasar los mayores costos por siniestros a precios.

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). Este factor de riesgo cobra mayor relevancia en una perspectiva de largo plazo y se tiene el ejemplo de los cambios en la regulación con 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, 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 a las de otros sectores.

**Sensibilidad a ciclos recesivos:** Isapre CruzBlanca, y el sistema en general, son sensibles a los períodos recesivos cuando éstos efectivamente llevan a un incremento significativo en el nivel de desempleo y, además, 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 es dependiente 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. **Bupa Chile**, al contrario de la situación de su competencia relevante, no cuenta con una clínica en la Región Metropolitana, en donde se ubica el 40% de la población del país y 19 de los 25 centros Integramédica, seis de siete centros Sonorad y el centro médico Pilar Gazmuri. Además, se debe considerar que para los médicos, recurso profesional de importancia, el acceso a instalaciones hospitalarias es un factor relevante. Con todo, se reconoce que el emisor se encuentra construyendo una clínica en la comuna de La Florida, con una inversión estimada, en una primera fase, de US\$ 170 millones. Si bien, al menos en términos teóricos, se tendería a fortalecer su modelo de negocio, la inversión conlleva los riesgos propios de todo proyecto (sobreplazo y sobrecosto) y la incertidumbre respecto a si la ejecución y operación de la clínica incrementarán, en definitiva, el valor de la empresa.

**Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar:** El principal centro médico de Integramédica así como la principal clínica, por separado, generan un EBITDA que representa el 15,8% y 28,9%, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados 2015). Con todo, se reconoce que ciertos tipos de eventos, desde una perspectiva financiera, pueden ser atenuados vía seguros. Por otra parte, existe una concentración de deudores, básicamente isapres y Fonasa, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Aun así se reconoce que se trata de deudas de muy corto plazo y que la regulación de las isapres, en particular las referidas a la constitución de reservas (garantías) para sus obligaciones con los prestadores de salud, reduce significativamente la probabilidad de manifestación de este riesgo (no obstante, 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>7</sup>, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2015 esta cifra llegó a 6.755, mientras que, en el mismo periodo, los centros médicos pasaron de ser 581 a 731. Por un lado, esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital, de modo de mantener la posición relativa en la industria; por otro lado, estas constantes expansiones e inversiones podrían provocar una sobreoferta de camas.

<sup>7</sup>Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2014)

**Riesgo del sector:** Entre estos se pueden distinguir los riesgos regulatorios, con su 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 conlleva lo anterior.

## Antecedentes generales

### Descripción del holding

**Bupa Chile** es un *holding* compuesto por Isapre CruzBlanca, Cruz Blanca Compañía Seguros de Vida, Clínica Reñaca, Clínica San José, Clínica Bupa Antofagasta, 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 comenzó a constituirse en 1999 con la compra de la Clínica Reñaca por parte del grupo Said y, posteriormente, se fue potenciando mediante la incorporación de nuevas unidades operativas, todas las empresas tienen una extensa trayectoria en sus respectivos mercados, como muestra el siguiente cuadro:

| Filial                                | Año de Adquisición | 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                |

### Propiedad

A diciembre de 2015 el capital de la sociedad ascendía a \$ 65.253 millones, distribuido entre 637.650.000 acciones suscritas y pagadas. En febrero de 2014, tras el resultado de la OPA lanzada, Bupa, a través de su filial Bupa-Sanitas adquirió el control de la sociedad con el 56% del capital accionario, mientras que tras el

resultado de la OPA realizada en enero de 2016, Bupa concentró el 100% de la propiedad de Bupa Chile a través de su filial Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SpA. 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 marzo de 2016:

| Sociedad                         | Número de acciones pagadas | % de propiedad |
|----------------------------------|----------------------------|----------------|
| Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SPA | 637.649.999                | 100,00%        |
| Grupo Bupa Sanitas Chile SL      | 1                          | 0,00%          |

## Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por nueve miembros, identificados a continuación:

| Nombre                            | Cargo      |
|-----------------------------------|------------|
| Salvador Said Somavia             | Presidente |
| Jorge Arturo Bande Bruck          | Director   |
| Alvaro Erazo Latorre              | Director   |
| Ignacio Ereño Iribarren           | Director   |
| Carlos Jaureguizar Ruiz-Jarabo    | Director   |
| Monica Parames Garcia-Astigarraga | Director   |
| José Francisco Tomás Martínez     | Director   |

La administración de la compañía está conformada por los siguientes ejecutivos:

| Nombre                | Cargo   |
|-----------------------|---|
| Andrés Varas          | Gerente General Bupa Chile S.A.                         |
| Patxi Amutio          | Gerente General Isapre CruzBlanca                       |
| Rodrigo Joglar        | Gerente General Cruz Blanca Compañía de Seguros de Vida |
| Fernando Soza         | Gerente de Clínicas Regiones y procesos hospitalarios   |
| Cristián de la Fuente | Gerente General Inversiones Clínica CBS                 |
| Juan Ignacio Guiresse | Gerente Corporativo de Finanzas                         |
| Óscar Zarhi           | Gerente Corporativo Legal                               |
| Soledad Matus         | Gerente Corporativo de Personas                         |
| Paulina Gómez         | Gerente Corporativo Médico Bupa Chile                   |
| Rafael Lipari         | Gerente Corporativo de Marketing                        |
| Andrés Coghlan        | Gerente Corporativo TI                                  |

## Líneas de negocio

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

**Área aseguradora:** Compuesta, en lo fundamental, por Isapre CruzBlanca a la que se le agregó, a fines de 2013, la Compañía de Seguros Cruz Blanca. La isapre actualmente tiene una participación de mercado de 22,2% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 74,0% de los ingresos totales del *holding* en 2015.

**Área prestadora hospitalaria:** Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service (hospitalización domiciliaria), ubicadas en la regiones de Valparaíso, Antofagasta y de Arica y Parinacota, respectivamente, con un total de 355 camas y una ocupación promedio de 53% los últimos dos años. Recientemente se incorporó Clínica Bupa Santiago.

A diciembre de 2015, este segmento de negocio representa el 10,7% de los ingresos totales.

**Área prestadora ambulatoria:** Compuesta por centros médicos Integramédica (uno de los principales prestadores de salud ambulatoria privada de país), la red de centros médicos Sonorad y centro médico Consulta Dra. Pilar Gazmuri. Cuenta con 33 centros médicos distribuidos en cinco regiones (25 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 21,9% de los ingresos del *holding*.

**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 1,3% de los ingresos de la empresa.

## Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* entre enero y diciembre de 2015 fueron \$657.107 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$23.624 millones. La distribución de estos indicadores fue la siguiente:

**Ilustración 1**  
**Evolución de los ingresos por área**  
(En miles de pesos)

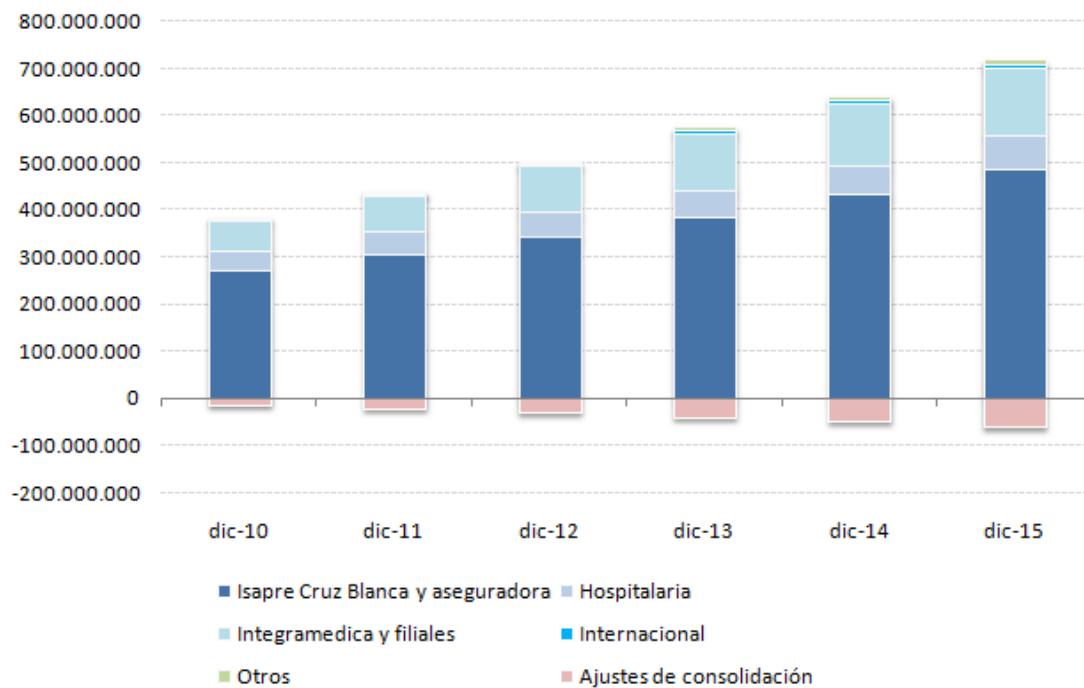
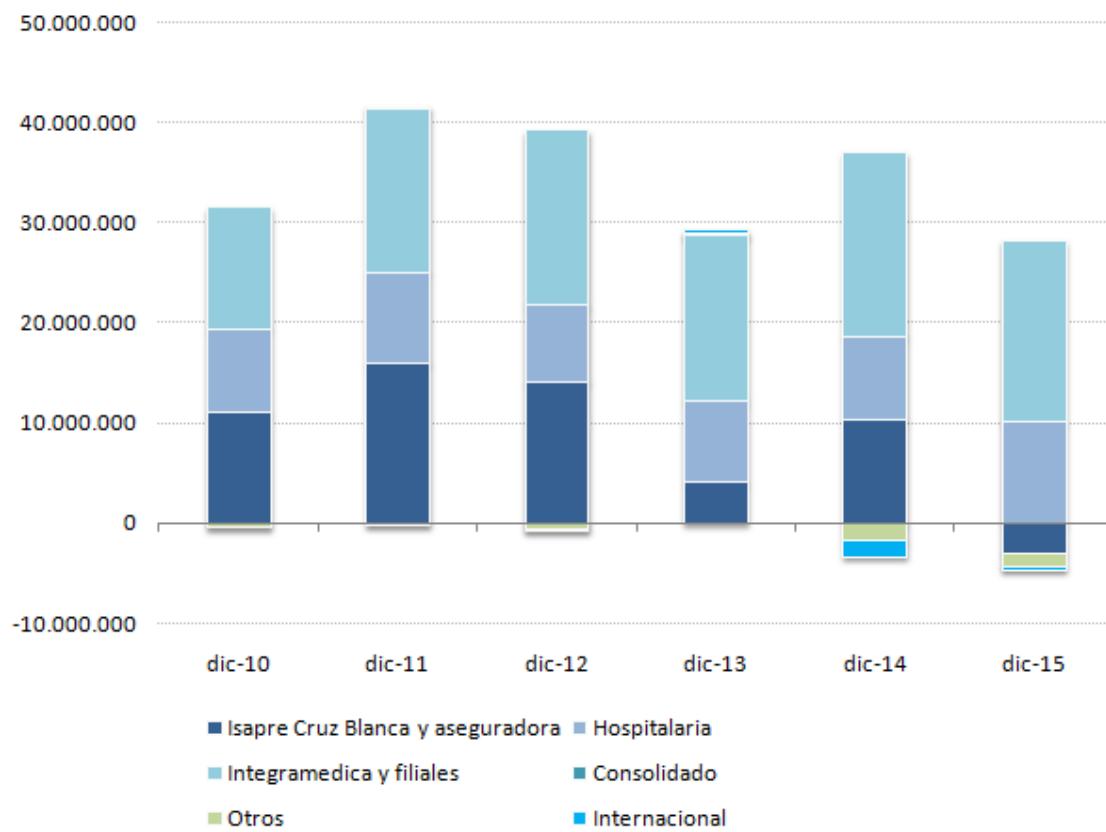


Ilustración 2  
**Evolución del EBITDA consolidado por área**  
(En miles de pesos)



Es importante señalar que si bien la Isapre CruzBlanca aportó el 73,1% de los ingresos del grupo, su EBITDA en términos absolutos es muy menor, incluso en algunos periodos negativo, al que genera la atención ambulatoria a través de Integramédica, la que, participando con un 21,9% en los ingresos totales, aporta un 77,1% del EBITDA del grupo. Ocurre lo mismo con el aporte del área hospitalaria, que sólo con una participación de 10,7% en los ingresos, genera el 42,6% del EBITDA consolidado. Esto se explica porque, en términos relativos, los costos asociados al área aseguradora son mayores y, por ende, su margen mucho menor. Así, el margen de EBITDA<sup>8</sup> del área hospitalaria es de 14,3%, el del área ambulatoria aproximadamente de 12,6% y el del área aseguradora obtuvo un valor negativo igual a 0,6%, en 2015. Cabe agregar que gran parte del EBITDA de la compañía es generado por el área ambulatoria por concepto de exámenes de laboratorio e imagenología, las cuales tienen mejores márgenes. Según la información entregada por el emisor, Integramédica cuenta con el laboratorio más grande del país.

#### Distribución de activos y pasivos financieros

A diciembre de 2015 los activos totales del *holding* alcanzaron \$532.806 millones, un 3,9% sobre los de diciembre de 2014. Tal aumento se explica principalmente por los mayores activos corrientes producto del

<sup>8</sup> Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos.

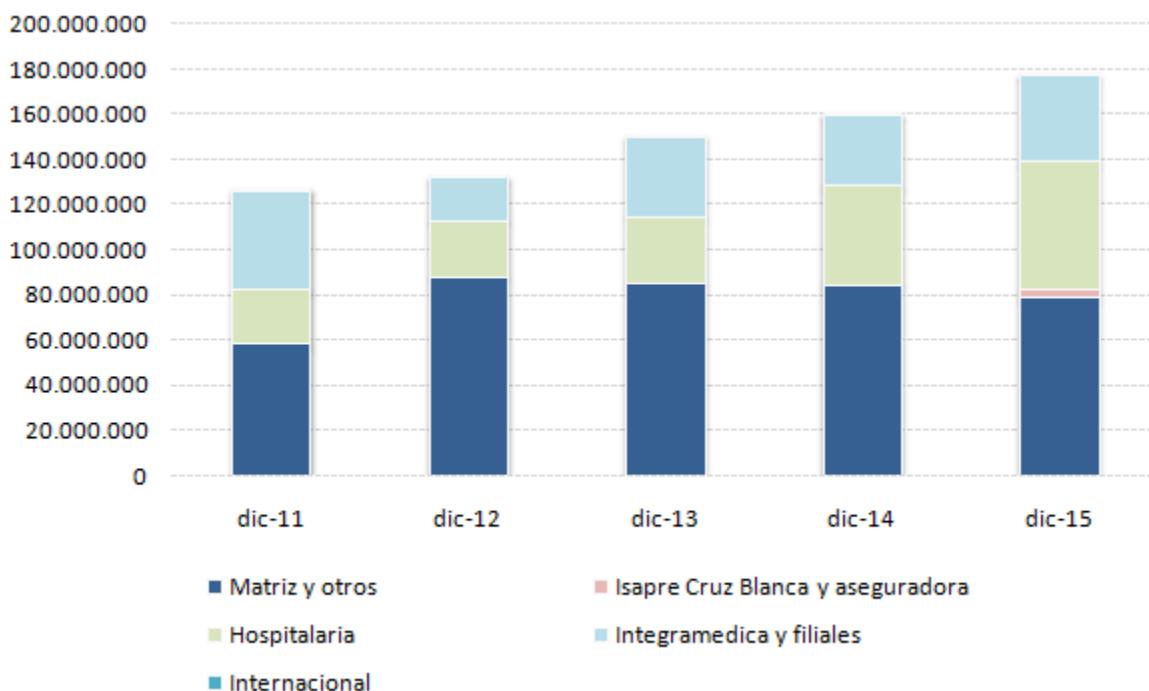
crecimiento en la actividad comercial en todas las unidades de negocio lo que se refleja en la variación de los deudores comerciales.

A la misma fecha, la deuda financiera del grupo ascendía a \$177.953 millones, aumentando un 10,8% respecto a 2014 (\$160.634 millones). Este incremento se debe al mayor endeudamiento del área hospitalaria que aportó con el 70,1% del incremento del pasivo financiero de la compañía en 2015, producto del avance correspondiente a la construcción de la clínica Santiago. A su vez el área ambulatoria, representado por Integramédica y sus filiales, aportó con el 40,8% del incremento de las obligaciones financieras.

A diciembre de 2015, la mayor parte de la deuda financiera corresponde a la matriz con \$78.875 millones (correspondiente al 44,3% del total de las obligaciones financieras), Integramédica mostró una deuda financiera igual a \$ 38.522 millones (lo que representa el 21,6% del total consolidado) y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$56.295 millones (equivalente al 31,6%). Cabe señalar que el 73% de la deuda se concentra en el largo plazo, y corresponde principalmente a obligaciones con bancos (63,0%), bonos (22,6%), arriendos financieros (6,7%), contratos swap (4,4%) y otros préstamos financieros (3,3%).

La distribución de los pasivos financieros por área de negocio se puede ver en la Ilustración 3:

**Ilustración 3**  
**Evolución de la deuda financiera por área**  
(En miles de pesos)



## Descripción líneas de negocios

A continuación, se explican en detalle los negocios del *holding*:

### Área aseguradora

Integrada actualmente por la Isapre CruzBlanca y la Compañía de Seguros Cruz Blanca Salud. La isapre está presente en el mercado desde 1981, cuando se inició el sistema privado de seguros de salud en Chile. En 1999 fue adquirida por el grupo Aetna, quedando en el mercado bajo el nombre de Aetna Salud. En 2001 pasó a manos del grupo ING Chile, naciendo ING Salud Isapre. En 2008 se retomó la marca Isapre CruzBlanca al ser adquirida por el Grupo Said y el Fondo de Inversiones Linzor Capital. Ese mismo año Isapre CruzBlanca se fusionó con Isapre Normédica (presente en Antofagasta) mejorando la posición de mercado de la institución.

Actualmente, la isapre cuenta con 74 sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos de la Superintendencia de Salud, a diciembre de 2015, la isapre registra 403.927 cotizantes (709.204 beneficiarios).

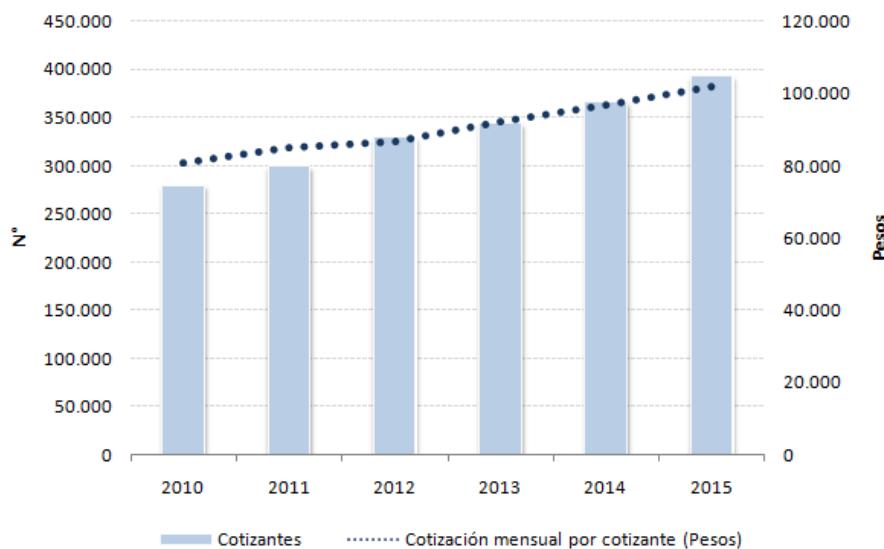
Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

| Estado de Resultados Área Aseguradora |               |               |               |               |               |               |               |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| MM \$                                 | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          |
| Ingresos totales                      | 247.085       | 270.961       | 304.772       | 343.246       | 383.909       | 430.979       | 486.336       |
| Costo de ventas                       | -216.613      | -227.097      | -256.682      | -295.424      | -338.189      | -372.963      | -460.259      |
| <b>Ganancia bruta</b>                 | <b>30.473</b> | <b>43.864</b> | <b>48.090</b> | <b>47.822</b> | <b>45.721</b> | <b>58.016</b> | <b>26.077</b> |
| Gastos de administración              | -32.625       | -34.629       | -34.316       | -36.484       | -43.924       | -50.053       | -31.514       |
| <b>Resultado operacional</b>          | <b>-915</b>   | <b>10.654</b> | <b>14.327</b> | <b>11.885</b> | <b>1.797</b>  | <b>7.963</b>  | <b>-5.437</b> |
| Costos financieros                    | 0             | 0             | 0             | -420          | -399          | -278          | -292          |
| Utilidad del Ejercicio                | -622          | 8.364         | 13.705        | 11.453        | 3.926         | 11.071        | -1.967        |
| EBITDA <sup>9</sup>                   | -423          | 11.089        | 16.072        | 14.154        | 4.106         | 10.427        | -2.958        |

<sup>9</sup> El EBITDA informado por la empresa para el área aseguradora considera además de la depreciación y amortizaciones las cuentas incluidas en Otros ingresos por función: Comisión Cuenta Corriente Excedentes y Comisión por Administración.

| <b>Balance General Área Aseguradora</b> |               |                |                |                |                |                |                |
|---|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>MM \$</b>                            | <b>2009</b>   | <b>2010</b>    | <b>2011</b>    | <b>2012</b>    | <b>2013</b>    | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    |
| Activos Corrientes                      | 36.480        | 58.421         | 58.531         | 58.812         | 60.479         | 69.010         | 64.945         |
| Activos No Corrientes                   | 54.001        | 50.091         | 53.453         | 65.112         | 69.968         | 81.081         | 81.508         |
| <b>Total Activos</b>                    | <b>90.481</b> | <b>108.511</b> | <b>111.983</b> | <b>123.924</b> | <b>130.447</b> | <b>150.091</b> | <b>146.452</b> |
| Pasivos Corrientes                      | 58.969        | 74.127         | 84.181         | 93.709         | 92.989         | 106.790        | 111.503        |
| Pasivos No Corrientes                   | 8.021         | 9.612          | 3.030          | 5.442          | 7.337          | 9.337          | 9.709          |
| Pasivos Totales                         | 66.990        | 83.738         | 87.210         | 99.151         | 100.326        | 116.126        | 121.212        |
| Patrimonio total                        | 23.491        | 24.773         | 24.773         | 24.773         | 30.120         | 33.965         | 25.240         |
| <b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>      | <b>90.481</b> | <b>108.511</b> | <b>111.983</b> | <b>123.924</b> | <b>130.322</b> | <b>150.091</b> | <b>146.452</b> |
| Deuda Financiera                        | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 3.878          |

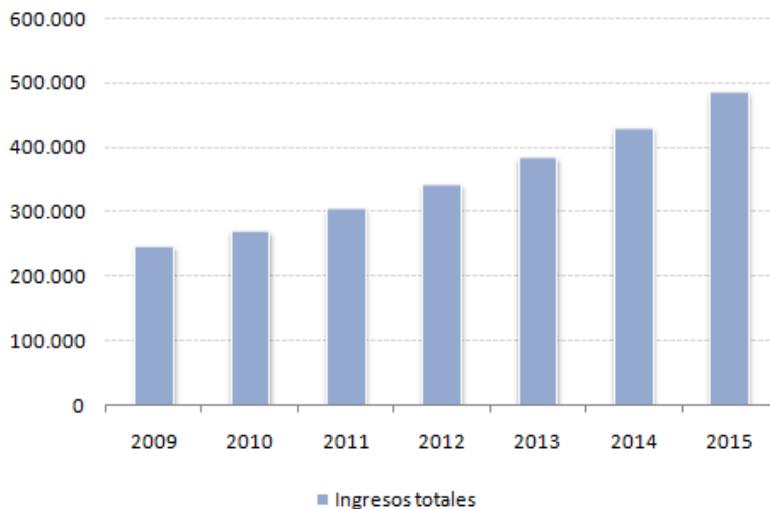
**Ilustración 4**  
**Evolución de los cotizantes y la cotización mensual**  
(En pesos)



### Evolución de los ingresos

Tal como muestra el gráfico, los ingresos desde 2009 han aumentado constantemente a una tasa anual compuesta igual del 12,0% anual. Esto por mayor cantidad de cotizantes y porque sus cotizaciones mensuales han aumentado.

**Ilustración 5**  
**Evolución de los ingresos en el segmento de seguros**  
(En miles de pesos)

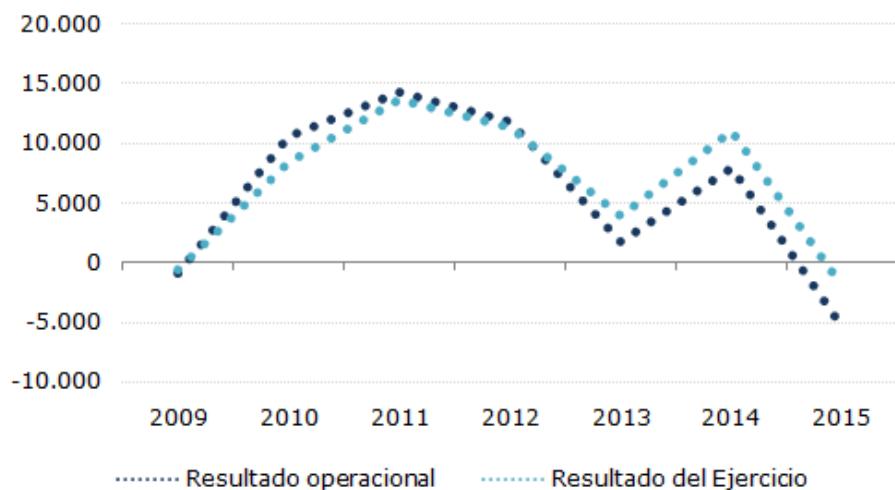


### **Evolución de los resultados**

Como se aprecia en el siguiente gráfico, desde 2011 a 2013 los resultados operacionales y del ejercicio han ido cayendo por el aumento en la siniestralidad, explicadas por dos causas: el aumento de los costos de licencia médicas y por una mayor frecuencia de uso y valor de las prestaciones por los gastos hospitalarios. Las pérdidas que la compañía registró entre 2008 y 2009 (cuando estaba en manos de otros controladores) se revirtieron y contrastaban negativamente con las ganancias que obtenía el resto del mercado de salud privada a la misma fecha. La mayor eficiencia se logró producto de una serie de medidas adoptadas por la nueva administración, entre las que se pueden mencionar: adecuación de las tarifas de los planes, mejoramiento de la gestión de cobranza, control de las licencias médicas y cambio de imagen corporativa. Los resultados de la empresa mostraron una tendencia creciente hasta 2011, no obstante en el ejercicio de 2012 y 2013 se observan disminuciones en los resultados por las causas antes descritas.

A diciembre de 2015, el sector asegurador de la compañía reportó pérdidas por \$1.967 millones, influenciadas tanto por la isapre, que cerró 2015 un resultado negativo de \$1.293 millones como por la compañía de seguros Cruz Blanca que obtuvo pérdidas por \$675 millones. Lo anterior, en el caso de la isapre, se produce por una mayor siniestralidad, incluso superior a la que presenta la industria en su conjunto (87,8%, frente a un 87,3% del sector), junto con mayores gastos notariales debido a las costas judiciales, dado los recursos de proyección de los usuarios. En el caso de la compañía de seguros, todavía ha debido enfrentar costos fijos asociados a la implementación del negocio, cuyo inicio de actividades fue en diciembre de 2013.

Ilustración 6  
**Evolución del resultado del segmento de seguros**  
(En millones de pesos)

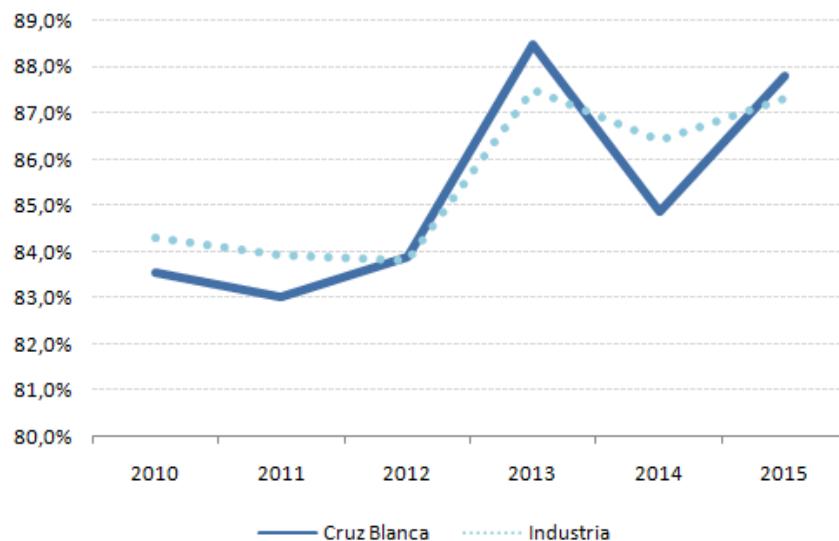


### Siniestralidad

Los niveles de siniestralidad, definida como costo de venta sobre ingresos de actividades ordinarias, de la isapre han presentado indicadores mayores a los que presenta la industria en su totalidad, de esta manera, en 2013 y 2015 los niveles de siniestralidad superaron a los registrados al promedio de las isapres abiertas. Para 2015, la siniestralidad de isapre CruzBlanca fue de 87,8%, mientras que para las isapres abiertas fue de 87,3%, según datos de la Superintendencia de Salud.

A continuación se muestra la evolución de los últimos años:

Ilustración 7  
**Evolución de la siniestralidad**  
(%)



## Área prestadora ambulatoria

Esta área está compuesta principalmente por Integramédica S.A., sociedad constituida en 1995 y que está orientada a la prestación de servicios médicos ambulatorios e integrales en todas las especialidades. La empresa cuenta con una red de 25 centros Integramédica, 7 Sonorad y el centro médico Clínica Pilar Gazmuri, realizando 5,8 millones de atenciones ambulatorias y 5,9 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. Tiene presencia en cinco regiones del país: Metropolitana, Coquimbo, Valparaíso, Maule y Biobío, las que concentran el 72,6% 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).

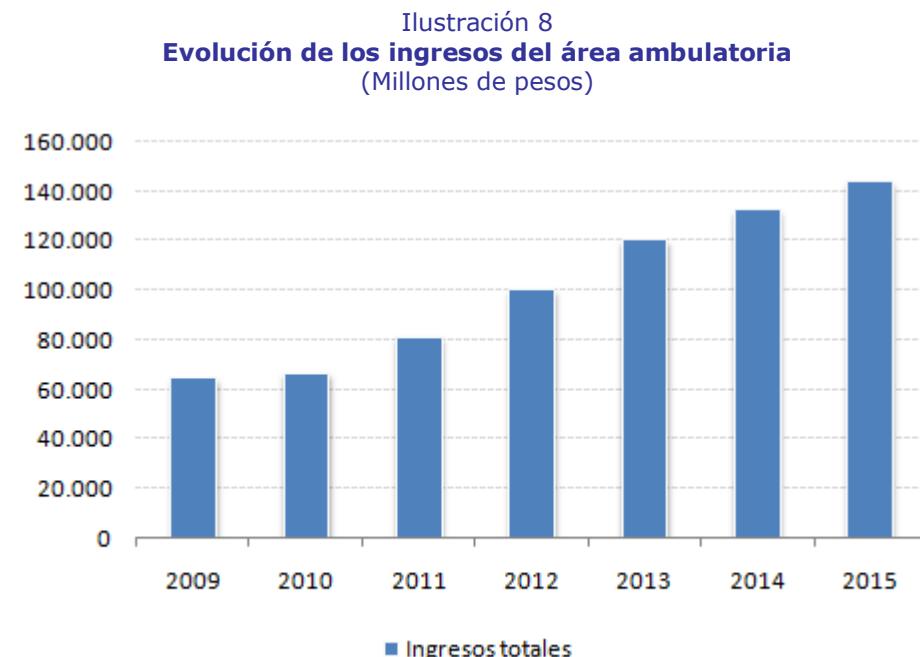
Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

| Estado de Resultados Área Ambulatoria |               |               |               |               |               |               |               |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| MM \$                                 | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          |
| Ingresos totales                      | 64.751        | 66.926        | 81.355        | 100.557       | 120.589       | 133.328       | 143.967       |
| Costo de ventas                       | -40.898       | -41.661       | -45.800       | -61.542       | -72.514       | -71.859       | -77.897       |
| <b>Margen Bruto</b>                   | <b>23.853</b> | <b>25.265</b> | <b>35.555</b> | <b>39.014</b> | <b>48.075</b> | <b>61.469</b> | <b>66.070</b> |
| Gastos de administración              | -16.799       | -16.919       | -22.774       | -25.998       | -36.070       | -48.362       | -54.027       |
| <b>Resultado operacional</b>          | <b>8.542</b>  | <b>7.235</b>  | <b>13.931</b> | <b>13.079</b> | <b>12.005</b> | <b>13.108</b> | <b>12.043</b> |
| Costos financieros                    | -3.577        | -2.205        | -3.952        | -3.338        | -2.242        | -2.447        | -2.561        |
| Utilidad del Ejercicio                | 4.739         | 4.256         | 10.507        | 9.428         | 8.554         | 12.966        | 8.857         |
| EBITDA                                | 10.908        | 12.143        | 16.476        | 17.495        | 16.667        | 18.408        | 18.204        |

| Balance General Área Ambulatoria   |               |                |                |                |                |                |                |
|------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| MM \$                              | 2009          | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           |
| Activos Corrientes                 | 4.655         | 7.166          | 15.442         | 12.438         | 14.849         | 12.909         | 17.833         |
| Activos No Corrientes              | 32.083        | 138.141        | 146.371        | 133.843        | 144.364        | 152.341        | 158.683        |
| <b>Total Activos</b>               | <b>36.738</b> | <b>145.307</b> | <b>161.813</b> | <b>146.282</b> | <b>159.213</b> | <b>165.250</b> | <b>176.515</b> |
| Pasivos Corrientes                 | 9.307         | 8.581          | 19.170         | 30.124         | 23.279         | 28.329         | 43.568         |
| Pasivos No Corrientes              | 15.423        | 46.994         | 46.048         | 14.426         | 28.632         | 21.074         | 15.999         |
| Pasivos Totales                    | 24.730        | 55.575         | 65.218         | 44.550         | 51.911         | 49.403         | 59.567         |
| Patrimonio total                   | 12.008        | 89.732         | 96.596         | 101.731        | 107.302        | 115.848        | 116.498        |
| <b>Patrimonio y Pasivos, Total</b> | <b>36.738</b> | <b>145.307</b> | <b>161.813</b> | <b>146.281</b> | <b>159.213</b> | <b>165.251</b> | <b>176.065</b> |
| Deuda Financiera                   | 11.845        | 41.415         | 44.135         | 18.746         | 35.591         | 31.456         | 38.522         |

## Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a una tasa anual compuesta igual a 14,2% entre 2009 y 2015.



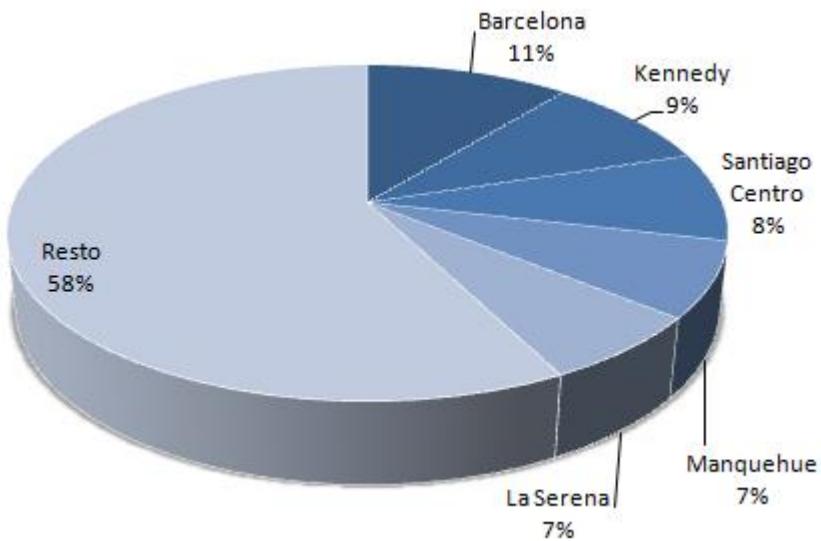
La empresa cuenta con 33 centros médicos, de los cuales dos fueron inaugurados en 2014 y tres en 2015; y por lo tanto, aún no alcanzan su completa madurez (que para un centro médico es de doce a 18 meses).

Dos centros de Integramédica concentran más del 20,1% de los ingresos del área ambulatoria, donde el primero explica el 10,9% y el segundo el 9,2%. Estos mismos centros representan el 2,4% y 2,0%, 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.

### Distribución de los ingresos operacionales

(Como % de los ingresos del segmento ambulatorio. Diciembre 2015)

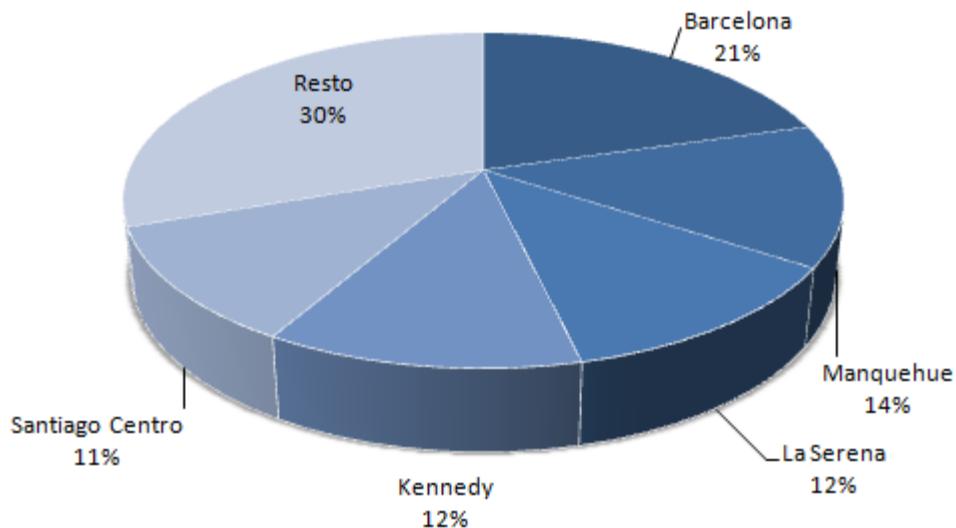


Cinco de los 33 centros ambulatorios representan cerca del 70% del EBITDA generado por el segmento ambulatorio

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

### Distribución del EBITDA

(Como % de EBITDA del segmento ambulatorio. Diciembre 2015)

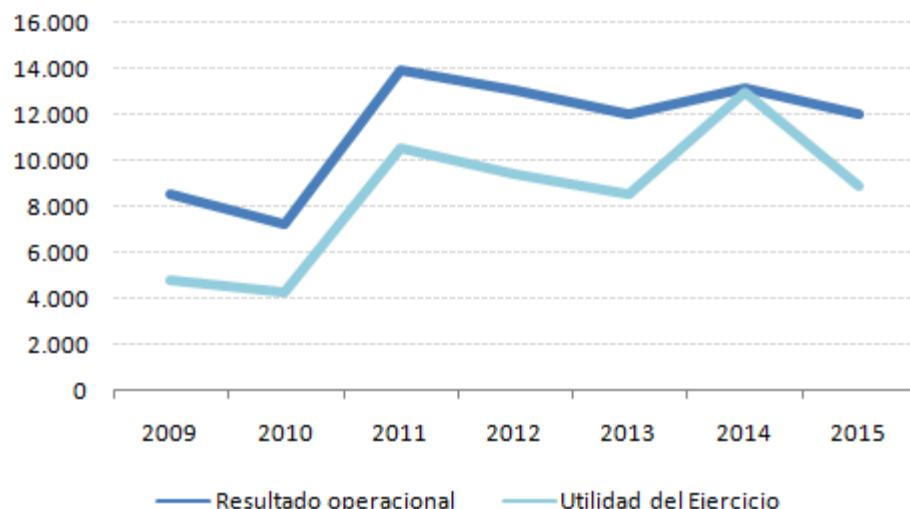


## Evolución de los resultados

Los resultados de la empresa han sido fluctuantes. A diciembre de 2011 mostró un aumento importante respecto de 2010 (92,6% en el resultado operacional y 146,7% en el resultado del ejercicio), posteriormente, tanto el resultado operacional como del ejercicio disminuyen en 2012 (-6,1% el resultado operacional; -10,3% el resultado del ejercicio), para luego aumentar en 2014 (9,2% y 51,6%, respectivamente). Cabe señalar que durante 2011 se reconocieron ingresos extraordinarios provenientes de indemnizaciones, \$ 1.750,8 millones fueron reconocidos como "Ingresos de actividades ordinarias" (perjuicio de paralización) y \$ 1.284,1 millones como "Otras ganancias". Si excluimos estos ingresos por ser no recurrentes, el resultado del ejercicio en 2012 se habría incrementado un 26,2%. Por otro lado, Integramédica fue adquirida en 2010 por el *holding*, y el aumento significativo de ese período se explica por las sinergias con el resto del grupo (por ejemplo, por la venta de planes preferentes en Integramédica de Isapre CruzBlanca).

Durante 2015, los ingresos crecieron un 8,0%, respecto de 2014 y los costos de venta crecieron un 8,4%, mientras que los gastos de administración del segmento ambulatorio tuvieron un incremento igual a 11,7%, lo que provocó que el resultado operacional de la compañía cayera en un 8,1%, mientras que la utilidad de este segmento retrocedió en un 31,7%, respecto de 2014.

**Ilustración 9**  
**Evolución de los resultados del segmento ambulatorio**  
 (Millones de pesos)



## Área prestadora hospitalaria

El área de prestaciones hospitalarias está integrado por tres clínicas, ubicadas en Arica, Antofagasta y Viña del Mar, junto con la clínica que esta construyendo la compañía en la ciudad de Santiago y los prestadores de hospitalización domiciliaria, Clinical Service.

Clínica 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 160 camas y una superficie construida de 19.800 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 151 camas y una superficie construida de 15.170 m<sup>2</sup>.

Clínica San José está ubicada en Arica. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 44 camas y una superficie construida de 8.350 m<sup>2</sup>.

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

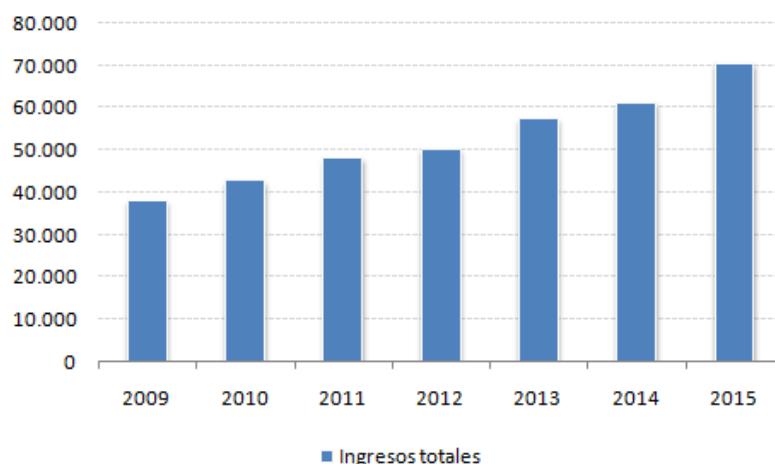
| Estado de Resultados Área Hospitalaria |              |              |               |              |               |               |               |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| MM \$                                  | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013          | 2014          | 2015          |
| Ingresos totales                       | 38.098       | 42.809       | 48.248        | 50.354       | 57.614        | 61.367        | 70.616        |
| Costo de ventas                        | -29.436      | -33.565      | -37.802       | -40.906      | -43.962       | -41.924       | -46.285       |
| Margen Bruto                           | <b>8.662</b> | <b>9.244</b> | <b>10.446</b> | <b>9.448</b> | <b>13.652</b> | <b>19.443</b> | <b>24.331</b> |
| Gastos de administración               | -2.843       | -3.380       | -4.103        | -4.569       | -5.988        | -14.717       | -17.816       |
| Resultado operacional                  | <b>5.921</b> | <b>6.258</b> | <b>5.518</b>  | <b>5.231</b> | <b>5.061</b>  | <b>4.726</b>  | <b>6.515</b>  |
| Costos financieros                     | -960         | -1.199       | -1.266        | -1.050       | -1.697        | -1.680        | -1.659        |
| Utilidad del Ejercicio                 | 4.355        | 3.890        | 3.155         | 4.517        | 2.672         | 1.318         | 6.190         |
| EBITDA                                 | 8.184        | 8.377        | 8.996         | 7.651        | 8.275         | 8.280         | 10.072        |

| Balance General Área Hospitalaria  |               |               |               |               |                |                |                |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| MM \$                              | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013           | 2014           | 2015           |
| Activos Corrientes                 | 14.394        | 16.818        | 22.653        | 26.094        | 30.455         | 39.030         | 44.541         |
| Activos No Corrientes              | 40.921        | 42.699        | 53.409        | 69.024        | 74.345         | 137.764        | 151.145        |
| <b>Total Activos</b>               | <b>55.316</b> | <b>59.517</b> | <b>76.062</b> | <b>95.118</b> | <b>104.800</b> | <b>176.794</b> | <b>195.686</b> |
| Pasivos Corrientes                 | 10.884        | 10.071        | 12.378        | 17.127        | 20.506         | 28.249         | 32.738         |
| Pasivos No Corrientes              | 19.619        | 22.936        | 24.382        | 23.487        | 22.288         | 38.409         | 46.927         |
| Pasivos Totales                    | 30.503        | 33.007        | 36.760        | 40.614        | 42.794         | 66.659         | 79.665         |
| Patrimonio total                   | 24.813        | 26.510        | 39.301        | 54.504        | 62.006         | 110.135        | 116.021        |
| <b>Patrimonio y Pasivos, Total</b> | <b>55.316</b> | <b>59.517</b> | <b>76.062</b> | <b>95.118</b> | <b>104.800</b> | <b>176.794</b> | <b>195.686</b> |
| Deuda Financiera                   | 20.365        | 22.810        | 23.912        | 24.831        | 29.379         | 44.150         | 56.295         |

## Evolución de los ingresos

En el siguiente gráfico se muestran los ingresos consolidados, pudiendo apreciarse un aumento constante en los últimos seis años.

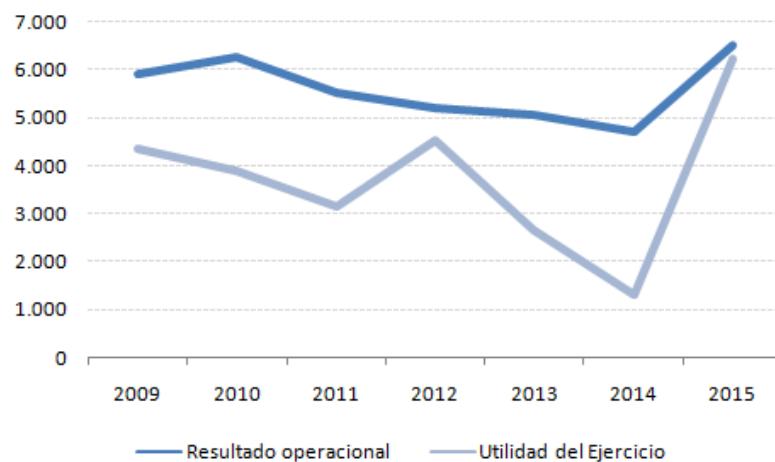
Ilustración 10  
**Evolución de los ingresos del área hospitalaria**  
 (Millones de pesos)



## Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los ingresos del segmento hospitalario crecieron un 15,1% a diciembre de 2015. Lo anterior es producto de los mayores ingresos de Clínica Bupa Antofagasta y Clínica San José (Arica). El margen bruto de este segmento se incrementó en un 25,1% y el EBITDA de este segmento escaló un 21,6%.

Ilustración 11  
**Evolución del resultado operacional y del ejercicio del segmento hospitalario**  
 (Millones de pesos)



## Análisis financiero de Bupa Chile<sup>10</sup>

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Bupa Chile**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2015.

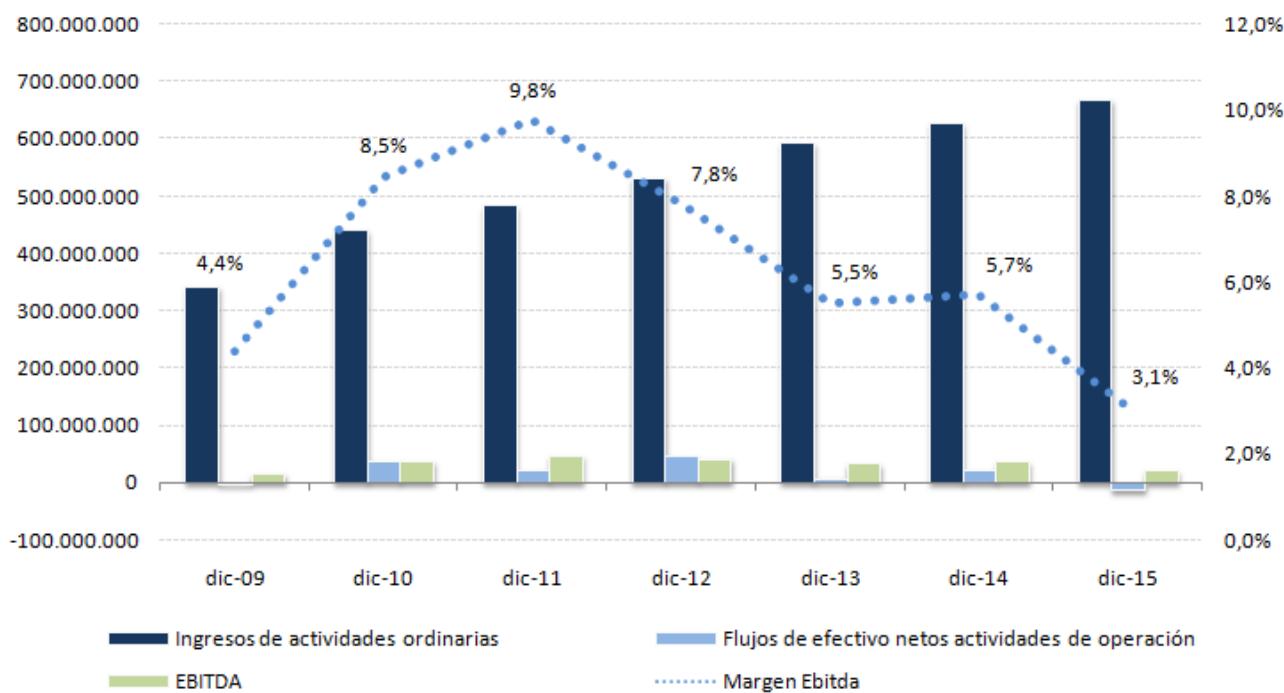
### Evolución de los ingresos y EBITDA

**Bupa Chile** alcanzó ingresos por \$657.107 millones en el período comprendido entre enero y diciembre 2015, lo que corresponde a un aumento de 11,0% respecto de 2014. 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 15,5% anual, lo que se debe principalmente a la incorporación de nuevas líneas de negocio y las sinergias surgidas por la integración de las tres áreas productivas. Además, la incorporación en 2010 de Integramédica fue muy beneficiosa, ya que esta área de negocios aporta cerca del 77,1% del EBITDA total, aún participando sólo con un 21,9% en los ingresos.

La tasa de eficiencia, medida como gastos de administración y ventas sobre los ingresos, fue de 17,1% a diciembre de 2015, aumentando desde un 16,4% que obtuvo la empresa en 2014. Esto se debió a mayores gastos de administración y venta producto, entre otras cosas, a los centros médicos recientemente inaugurados, además del incremento en los gastos legales y notariales debido a las costas judiciales originadas por los recursos de protección interpuestos por los afiliados en el segmento asegurador, junto con la puesta en marcha de la compañía de seguros. Lo anterior ha llevado a una reducción en los márgenes EBITDA de la compañía, tal como se ve en la Ilustración 12.

<sup>10</sup> Para efectos comparativos, las cifras presentadas en esta sección del informe están expresadas en pesos de diciembre de 2015.

Ilustración 12  
**Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de la operación**  
(Miles de pesos)



## Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 31 de diciembre 2015 la deuda financiera del *holding* ascendía a \$177.953 millones, un 10,8% superior a la que registraba al cierre del 2014 (\$160.634 millones) debido al aumento de préstamos bancarios.

Del total de la deuda financiera, el 73% se concentraba en el largo plazo. El aumento significativo del año 2010 respecto a 2009 (116%) correspondió a un crédito sindicado destinado a refinanciar pasivos y adquirir *Integramédica*.

Durante 2015, se observa una menor generación anual de EBITDA<sup>11</sup> la que cayó en un 42,3%, producto del EBITDA negativo generado en el segmento asegurador en este periodo. Por su parte, la deuda financiera en el periodo creció un 6,6%, producto de la mayor deuda en el segmento hospitalario. De esta forma, la relación deuda financiera sobre EBITDA subió desde 4,6 veces, en 2014, a 8,6 veces en 2015. Por otra parte, la relación entre deuda financiera (DF) y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>12</sup>) subió desde 5,2 veces a 7,6 veces en 2015.

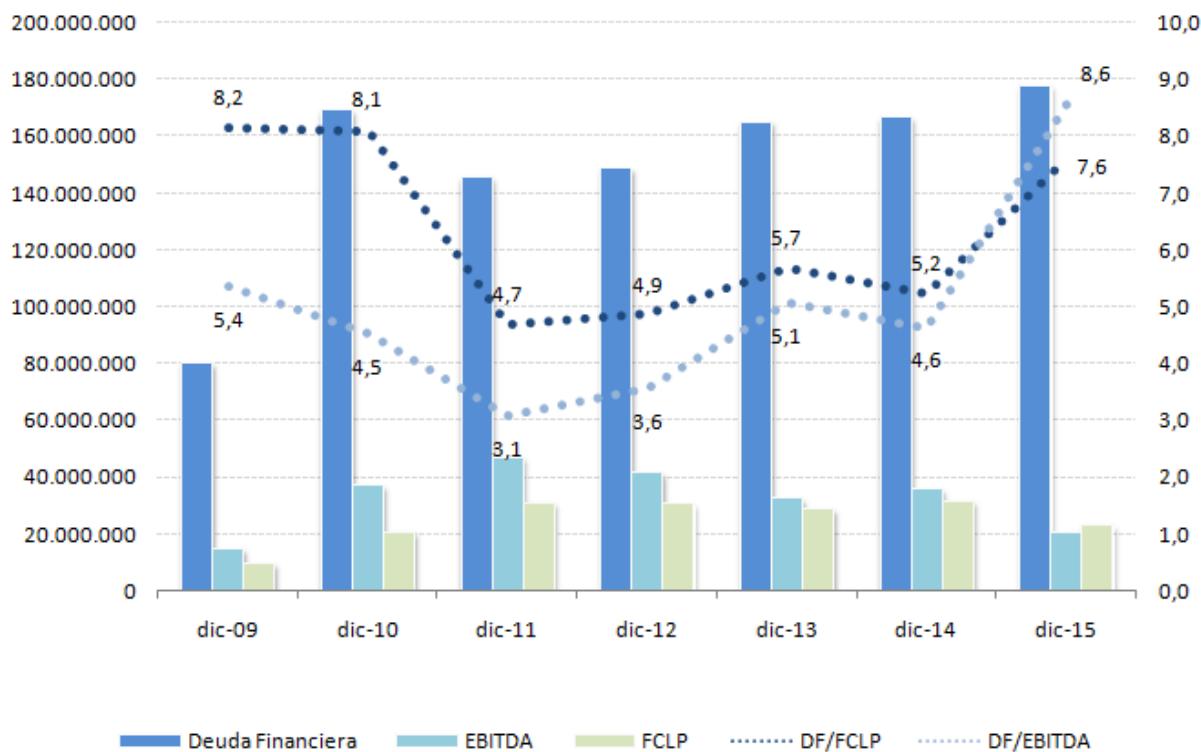
Cabe mencionar que, a juicio de **Humphreys**, el FCLP de la compañía está subvaluado por cuanto no recoge la capacidad de generación caja de los centros de *Integramédica* de reciente constitución.

<sup>11</sup> Calculado como ganancia bruta + gastos de administración + depreciación.

<sup>12</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.

En la Ilustración 13, se muestra la evolución de los indicadores:

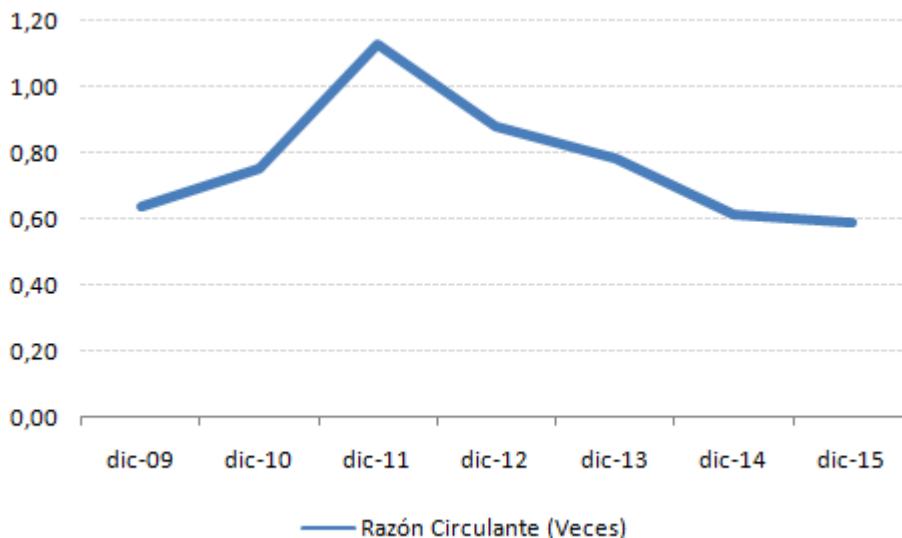
**Ilustración 13**  
**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
(Miles de pesos)



En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante<sup>13</sup>, salvo el 2011, ha sido persistentemente inferior a uno. A diciembre de 2015, la liquidez de la compañía cerró en 0,59 vez, mientras que el indicador a diciembre de 2014 era de 0,61 vez. Esta disminución responde al incremento de un 13,7% en los pasivos corrientes, que no fue compensado por el incremento de los activos corrientes de la compañía, los que crecieron un 8,7%.

<sup>13</sup>Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante

Ilustración 14  
**Evolución de la razón circulante**  
(Miles de pesos)



## Flujos del emisor y perfil de pago de la deuda

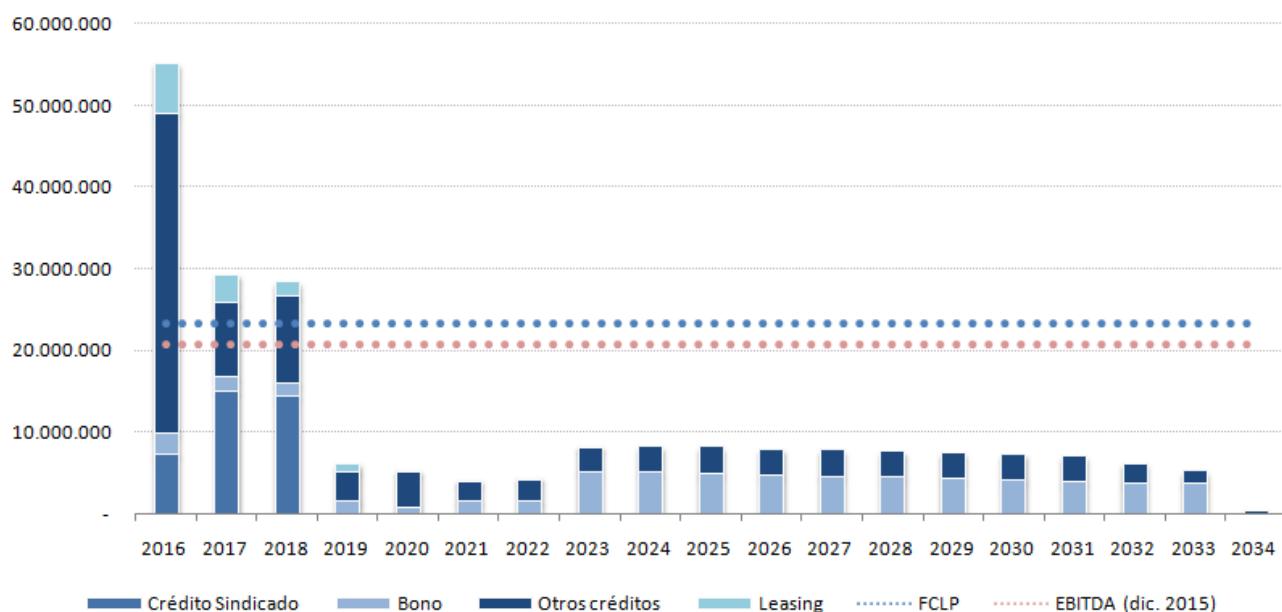
El perfil de vencimientos de la compañía mantiene importantes pagos para 2016-2018, iguales a \$55.149 millones para 2016 y cercano a \$30.000 millones para 2017 y 2018 (ambas cifras incluyen pago de intereses y amortizaciones), lo que supera los niveles de EBITDA generado en 2015 por **Bupa**, iguales a \$20.745 millones, y los niveles de FCLP generados por la empresa, monto igual a \$23.406 millones. De esta manera, es posible observar nulas holguras para los pagos anuales hasta 2018.

Si bien en el proceso de clasificación pasado, la compañía exhibía holguras razonables para los períodos comprendidos entre 2016 y 2018, lo cierto es que durante 2016, la compañía tuvo incrementos de la deuda financiera producto de la nueva deuda que tomó Integramédica durante 2015, junto con el uso de la línea de sobregiro que utilizó Isapre Cruz Blanca y la renovación de capital de trabajo.

Según informa la compañía, el crédito sindicado (por un monto igual a \$36.870 millones y que presenta vencimientos anuales hasta 2018), que permitió en su momento la compra de Integramédica, será reestructurado según las maduraciones que vaya enfrentando este crédito. De acuerdo con el emisor, ya se encuentran en etapas avanzadas las alternativas de refinanciamiento y, en opinión de la clasificadora, se estiman razonables las soluciones analizadas y factibles de cumplir en los plazos requeridos.

A continuación, en la Ilustración 15, se muestra el plan de pago anual de amortizaciones e intereses de la deuda de **Bupa**, actualmente vigente.

Ilustración 15  
**Evolución del perfil de pagos (amortización e intereses) frente al EBITDA y FCLP**  
(Miles de pesos)



## Evolución de la rentabilidad

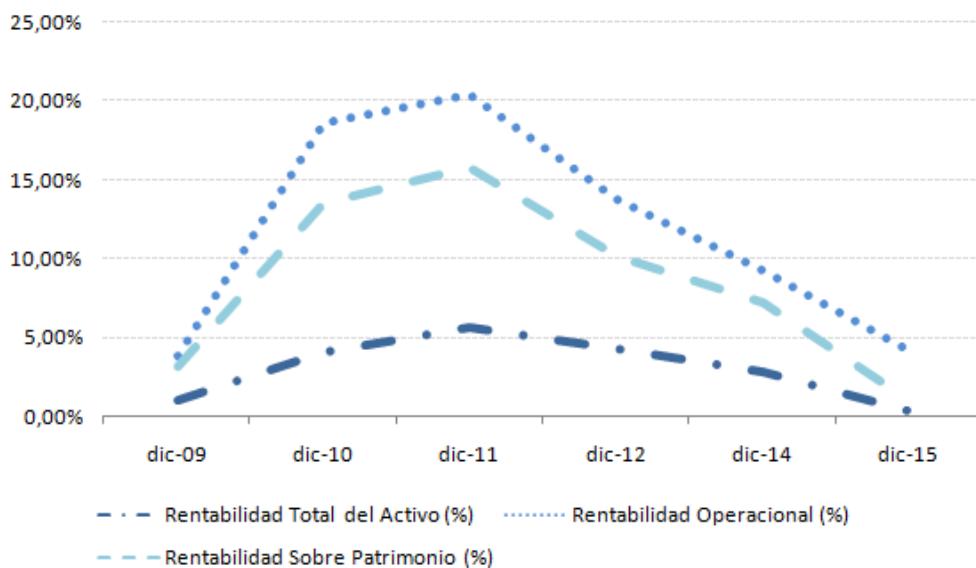
La rentabilidad<sup>14</sup> de la compañía ha venido cayendo desde 2010 al ejercicio finalizado en septiembre de 2015.

En el siguiente gráfico puede verse que a partir de diciembre de 2011 las tres mediciones de rentabilidad han mostrado sucesivas disminuciones. Entre 2012 y 2014, la utilidad del ejercicio de la compañía ha mostrado una caída, por lo que la rentabilidad de los activos ha tendido hacia la baja. Por otra parte, el resultado operacional de la compañía ha descendido producto de los mayores costos que la emisora ha debido enfrentar, sobretodo en el área aseguradora.

En 2015, los ratios de rentabilidad han cerrado en 0,37% para la rentabilidad sobre el activo, en 4,23% la rentabilidad operacional y en 0,97% la rentabilidad sobre patrimonio. Lo anterior, tiene su origen en las menores utilidades obtenidas por la compañía en 2015, dado principalmente por los resultados negativos del segmento asegurador, junto con la mayor base de activos en etapas de ejecución, como lo es la construcción en curso de la Clínica Santiago.

<sup>14</sup> Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

Ilustración 16  
**Evolución de la rentabilidad (%)**



## Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Bupa Chile** son:

| Características de las líneas de bonos |   |                                       |
|--|---|---------------------------------------|
| Nº y fecha de inscripción              | 19/06/2012 – Nº 722   | 19/06/2012 – Nº 723                   |
| Monto máximo <sup>15</sup>             | UF 4.000.000  | UF 4.000.000                          |
| Moneda de emisión                      | Unidades de fomento o pesos nominales   | Unidades de fomento o pesos nominales |
| Plazo vencimiento                      | 10 años   | 30 años                               |
| Otros                                  | El emisor podrá renunciar a la parte no colocada de las líneas mediante escritura pública, reduciendo el total de la línea al monto colocado. |                                       |

<sup>15</sup> En ningún momento el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas podrá exceder el monto máximo de UF 4.000.000.

| <b>Covenants financieros</b>            |   |               |               |
|---|---|---------------|---------------|
|   | <b>Líneas de bonos</b>  | <b>dic-14</b> | <b>dic-15</b> |
| Deuda financiera sobre patrimonio total | Menor a 1,75 veces (trimestral)   | 0,84 veces    | 0,93 veces    |
| EBITDA sobre gastos financieros netos   | A partir del 31/03/12 no inferior a 2,5 veces.<br>A partir del 31/03/14 no inferior a 3,0 veces.<br>Se considerará incumplimiento si se da por dos trimestres consecutivos. | 5,74 veces    | 3,47 veces    |

"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 Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."