



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Bupa Chile S.A.

Abril 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 diciembre 2016

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

Estado de Resultados Consolidado IFRS								
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos totales	280.142	367.445	415.270	471.578	534.705	591.939	657.107	741.445
Costo de ventas	-240.176	-288.953	-321.223	-375.679	-421.360	-473.306	-534.857	-599.539
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>	<b>141.906</b>
Gastos de administración	-36.142	-55.840	-61.060	-67.580	-95.116	-97.302	-112.068	-123.413
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>	<b>18.493</b>
Costos financieros	-3.669	-7.043	-9.752	-8.587	-9.579	-8.950	-9.194	-8.481
Utilidad del ejercicio	2.268	11.151	21.310	18.680	10.993	13.813	1.780	5.845
EBITDA	8.014	31.153	41.889	38.810	29.366	33.777	23.624	32.170

Balance General Consolidado IFRS								
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes	51.122	64.748	132.017	111.517	110.839	99.626	108.256	129.773
Activos no corrientes	167.938	267.132	296.754	340.399	371.106	413.275	424.550	446.738
<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>	<b>576.511</b>
Pasivos corrientes	79.952	85.729	116.929	126.159	141.073	162.299	184.461	235.504
Pasivos no corrientes	66.472	153.830	131.993	135.542	148.518	159.065	157.282	148.239
Pasivos totales	146.424	239.559	248.922	261.701	289.591	321.364	341.743	383.743
Patrimonio total	72.636	92.321	179.848	190.215	192.354	191.537	191.063	192.768
<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>	<b>576.511</b>
Deuda financiera	65.971	142.340	127.269	132.737	150.831	160.634	177.953	176.534

### Fundamento de la clasificación

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

Sus subsidiarias operativas son Isapre CruzBlanca, 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 Anglolab.

Durante 2016, el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$741.445 millones (US\$ 1.107,5 millones<sup>1</sup>), aportando Isapre CruzBlanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service) aproximadamente el 73,5%, 22,5% y 10,5% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, en 2016 ascendió a \$32.170 millones (US\$ 48,1 millones), la distribución fue en torno al 9%, 67,4% y 33,6%<sup>2</sup>, en el mismo orden. A la misma fecha, la empresa mantenía una deuda financiera por \$176.534 millones (US\$ 263,7 millones) y un patrimonio por \$192.768 millones (US\$ 287,9 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 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. 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 último, se constata al observar que el patrimonio de **Bupa Chile** representa el 3,5% del de Bupa y que la clasificación de solvencia de la matriz es de Baa1 (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 2016: \$ 669,47/US\$.

<sup>2</sup> La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa que genera EBITDA negativo que alcanza un -0,7% del total y otros que representa -9,3%.

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 22,4% a nivel de ingresos, mientras que en términos de cotizantes poseen el 21,5% 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 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.

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, y hay factores que podrían afectar la rentabilidad de largo plazo, debido a algunas regulaciones y 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 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. En una segunda fase, una inversión de US\$ 28 millones para alcanzar un total de 460 camas. Se espera que la puesta en operación sea durante el primer semestre de 2018, comenzando con el edificio ambulatorio y luego con todos los servicios hospitalarios. 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).

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 buena solvencia de la mayoría de los deudores –

básicamente Fonasa e isapres- y por la regulación a que están sometidas estas últimas, en particular aquellas normas que tienden a proteger el pago a los prestadores de los servicios de salud.

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 6,5 veces (a diciembre de 2016) – debido al incremento en los pasivos producto del aumento de compromisos con terceros y de deuda por una mayor actividad en las diferentes unidades de negocio y de las nuevas inversiones en capital, además 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 las nuevas inversiones.

Es importante anticipar que en los años venideros aumentará el endeudamiento relativo de la sociedad, debido al financiamiento de la clínica en construcción<sup>3</sup> y la presión de esta última en los flujos. Otro elemento a considerar en el proceso de evaluación, es la rápida obsolescencia del equipamiento médico y la tendencia al alza de sus precios, generando la necesidad de inversiones recurrentes, que presionan la caja de la compañía. Asimismo, en 2017 y 2018 se puede percibir que el perfil de pago de la deuda ha provocado una estrechez en los flujos; sin embargo, en la actualidad se dispone del apoyo y respaldo de Bupa con quienes se firmó, en 2016, un acuerdo de financiamiento (línea de crédito) de \$150 mil millones que serán usados principalmente para refinanciamiento de pasivos y capex de proyectos hospitalarios.

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 encuentra en construcción 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 que la construcción de Clínica Santiago presiona los flujos del emisor, como el correspondiente aumento de la deuda financiera) y 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 presentes 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 sí 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 de isapres: exposición a siniestralidad, regulaciones y sensibilidad a los ciclos recessivos (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 2016

Al 31 de diciembre 2016, los ingresos consolidados del grupo sumaron \$471.445 millones, lo que corresponde a un aumento de 12,8% respecto de 2015 y se explica por una mayor base de afiliados en el sector asegurador y fidelización, así como por el incremento en la actividad del sector ambulatorio y hospitalario. El 73,5% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre CruzBlanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 22,5% de Integramédica y el 10,5% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service).

Los costos de explotación, a diciembre de 2016, aumentaron un 12,1% respecto de igual período de 2015, debido al efecto de una mayor venta en el área seguros y, por consiguiente, mayor siniestralidad<sup>4</sup> en términos absolutos. En términos relativos, se registró una disminución de este indicador para Isapre Cruz Blanca al pasar de 87,8% en diciembre de 2015 a 86,3% en diciembre de 2016, según los datos de la Superintendencia de Salud.

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

Los gastos de administración y ventas crecieron un 10,1%, debido a un aumento en los gastos de personas para la operación, como producto de una mayor actividad en los centros médicos.

El resultado operacional y del ejercicio mostraron un aumento, respecto de diciembre 2015, de 81,6% y 228%, respectivamente. El EBITDA tuvo una variación de 36,2%, llegando a \$32.170 millones en 2016, principalmente por un aumento en la eficiencia en el sector ambulatorio.

Con todo, **Bupa Chile** finalizó el ejercicio del año 2016 con utilidades por \$5.845 millones, con un aumento de 228,4% respecto a 2015.

La deuda financiera de la compañía finalizó el periodo en \$176.534 millones, lo que representó una disminución de 0,8% respecto de las obligaciones financieras de 2015.

## 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 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. 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, en 2017, el 15,8% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,3% y en 2030 a 22,3%.

Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda por servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 7,4%<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 Integramedica, Isapre CruzBlanca y las clínicas en las ciudades que operan. Representan una red de atención que cuenta con 36 centros médicos (26 Integramedica, 9 Sonorad y Centro Dra. Pilar Gazmuri), con más de 3,5 millones de atenciones anuales y 6,8 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. La isapre, por su parte, mantiene 62 sucursales en todo el país, mientras que a diciembre de 2016 registra 406.780 cotizantes (708.323 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 22,4% 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 343 camas y un nivel de ocupación del 55%.

**Desempeño satisfactorio y perspectiva positivas:** Tanto Integramedica 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\$ 16.669 millones a diciembre de 2016 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 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 seis veces la deuda financiera individual de **Bupa Chile**.

<sup>5</sup> Base de datos de la OCDE sobre la salud 2015. 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.

## Factores de riesgo

**Track record Isapre CruzBlanca:** Esta inversión es la que más aporta en términos de ingresos, pero que ha mostrado bastante sensibilidad en sus resultados. En 2008, obtuvo un EBITDA negativo por cerca de \$ 3 mil millones y, en 2011, revirtió esta situación al obtener un 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 igual a \$2.958 millones. A diciembre de 2016, se observa una mejora del EBITDA alcanzando un valor de \$2.902 millones.

**Riesgo del sistema isapre:** La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 86,8% 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, a la toda la industria le está resultando más complejo traspasar los mayores costos por siniestros a precios, debido a los recursos de protección que interponen los afiliados en contra de las alzas de las isapres.

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, 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. **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 26 centros Integramédica, ocho de nueve 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, este proyecto tendería a fortalecer su modelo de negocio, la inversión conlleva los riesgos propios de toda iniciativa (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, generan un EBITDA que representa el 12,2% y 19,5 %, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados 2016). Con todo, se reconoce que ciertos tipos de eventos, desde una perspectiva financiera, pueden ser atenuados vía seguros, y que 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; 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 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 esto conlleva y que se mitiga con la entrada de médicos

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

extranjeros y la mejora en la capacidad de reclutamiento que implementó **Bupa** por la alta rotación de médicos existente.

## 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, posteriormente, se fue potenciando mediante la incorporación de nuevas unidades operativas, todas empresas con una extensa trayectoria en sus respectivos mercados, como muestra el siguiente cuadro:

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 2016, el capital de la sociedad ascendía a \$ 116.631 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. Luego, 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 diciembre 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 tres miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Iñaki Ereño Iribarren	Presidente
Carlos Antonio Jaureguizar Ruiz - Jarabo	Director
Andres Varas Greene	Director

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

Nombre	Cargo
Andrés Varas Greene	Gerente General Bupa Chile S.A.
Francisco 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
Guillermo Rebolledo	Gerente de Servicios Financieros Corporativos Bupa Chile
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 tiene una participación de mercado de 22,4% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 73,5% de los ingresos totales del *holding* en 2016.

**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 343 camas y una ocupación promedio de 55% los últimos dos años. Recientemente, se incorporó Clínica Bupa Santiago.

A diciembre de 2016, este segmento de negocio representa el 10,5% 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 36 centros médicos distribuidos en cinco regiones (28 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 22,5% de los ingresos del *holding*.

**Área internacional:** Incluye la gestión de Cruz Blanca Salud Perú, Resomasa (dedicada a los servicios de diagnóstico por imágenes), Angolab (laboratorio) e Integramédica Perú. Esta última comenzó recientemente su operación. El área internacional representa el 1,2% de los ingresos de la empresa.

## Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* entre enero y diciembre de 2016 fueron \$741.445 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$32.170 millones. La distribución de estos indicadores se muestra en la Ilustración 1.

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

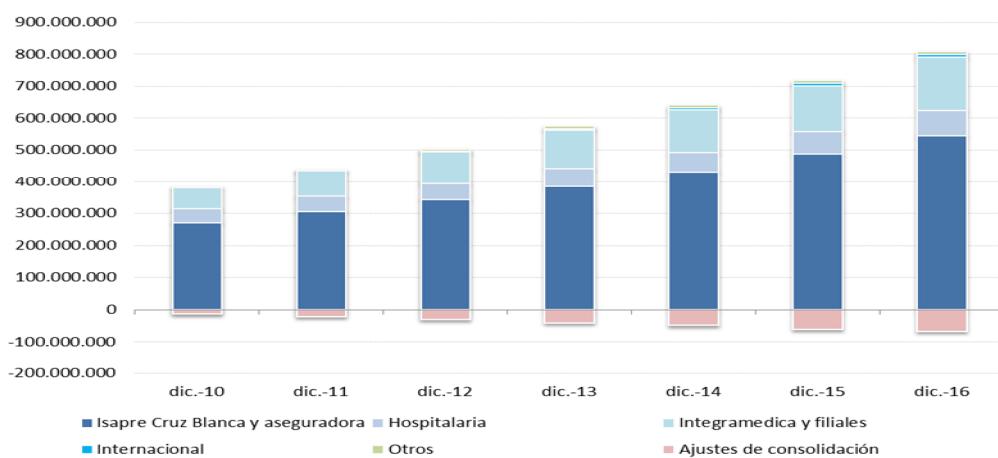
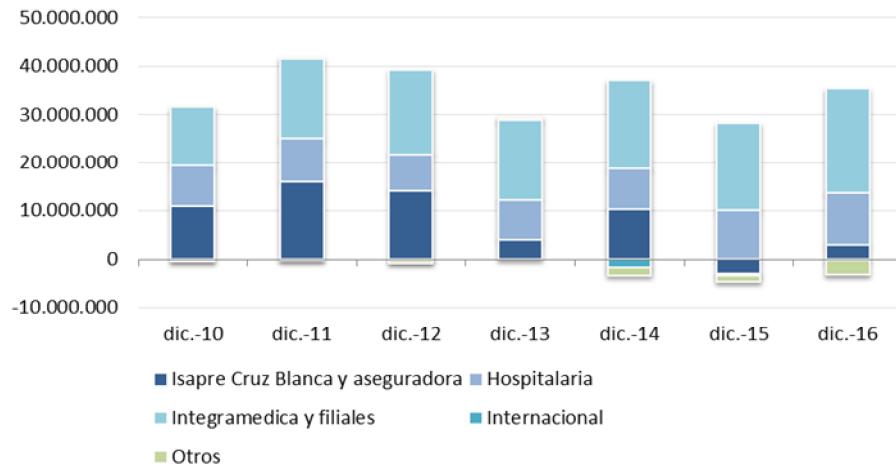


Ilustración 2  
**Evolución del EBITDA consolidado por área**  
(En miles de pesos)



Es importante señalar que si bien la Isapre CruzBlanca aportó el 73,5% de los ingresos del grupo, su aporte en EBITDA es menor (a diciembre de 2016 representa un 9% del mismo), incluso en algunos periodos ha sido negativo; por su parte, la atención ambulatoria, a través de Integramédica, participa con un 22,5% de los ingresos totales y aporta un 67,4% del EBITDA del grupo. Ocurre lo mismo con el aporte del área hospitalaria, que sólo con una participación de 10,5% en los ingresos, genera el 33,6% 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, según datos a diciembre de 2016, el margen EBITDA<sup>8</sup> del área hospitalaria es de 13,8%, el de la línea ambulatoria aproximadamente 13,0% y el de la unidad de seguros 0,5%. 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 2016, los activos totales del *holding* alcanzaron \$576.511 millones, un 8,2% sobre los de diciembre de 2015. Tal aumento se explica, en gran parte, por los mayores activos corrientes producto del crecimiento en la actividad comercial en todas las unidades de negocio, lo que se refleja en el incremento de los deudores comerciales.

A la misma fecha, la deuda financiera del grupo ascendía a \$176.533 millones, disminuyendo un 0,8% respecto a 2015 (\$177.953 millones). Esta leve baja se debe a un menor endeudamiento del área aseguradora y ambulatoria y un incremento, en menor medida, en el área hospitalaria producto del avance correspondiente a la construcción de la clínica Santiago.

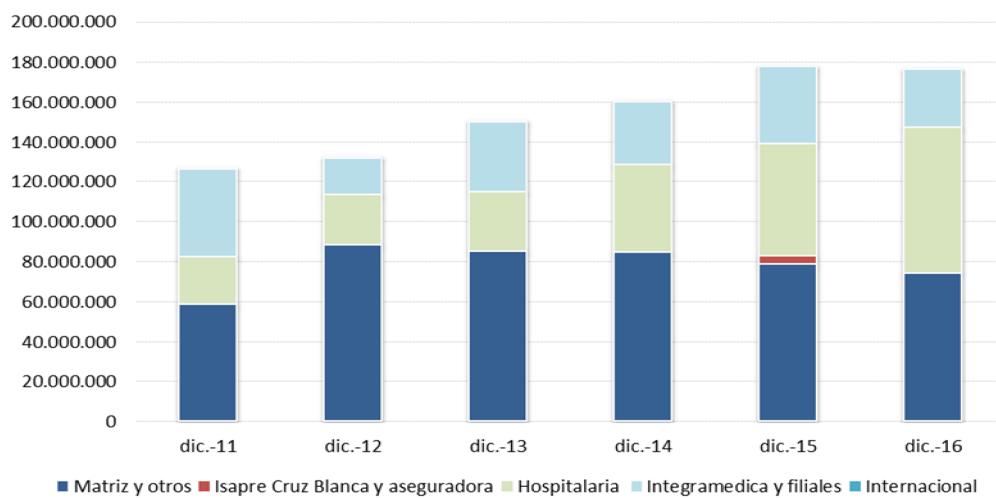
<sup>8</sup> Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos.

A diciembre de 2016, la mayor parte de la deuda financiera corresponde a la matriz con \$74.177 millones (correspondiente al 42,0% del total de las obligaciones financieras), Integramédica mostró una deuda financiera igual a \$ 29.220 millones (lo que representa el 16,6% del total consolidado) y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$72.956 millones (equivalente al 41,3%). Cabe señalar, que el 70% de la deuda se concentra en el largo plazo, y corresponde principalmente a obligaciones con bancos (68,0%), bonos (23,2%), arriendos financieros (3,8%), contratos swap (4,0%) y otros préstamos financieros (0,2%).

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

Está conformada por la Isapre CruzBlanca y la Compañía de Seguros Cruz Blanca Salud. 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.

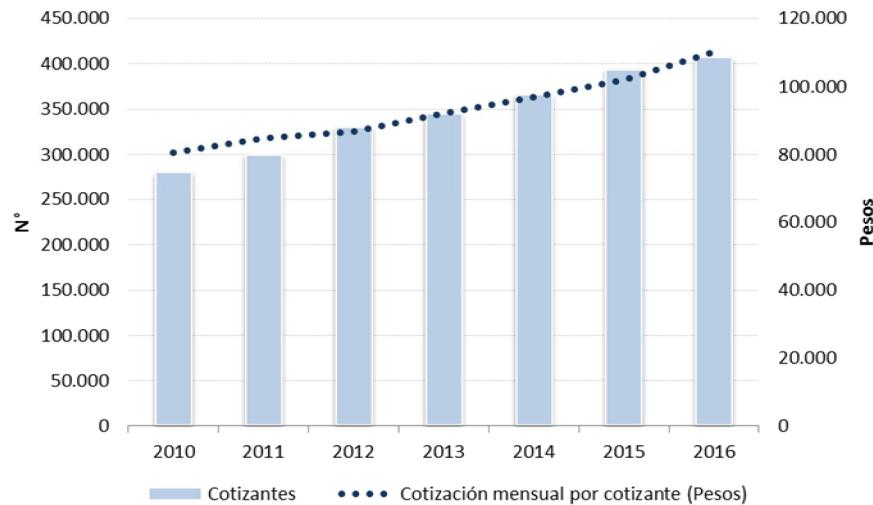
Actualmente, la isapre cuenta con 62 sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos de la Superintendencia de Salud, a diciembre de 2016, la isapre registra 399.730 cotizantes (694.440 beneficiarios).

Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

<b>Estado de Resultados 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>	<b>2016</b>
Ingresos totales	247.085	270.961	304.772	343.246	383.909	430.979	486.336	544.948
Costo de ventas	-216.613	-227.097	-256.682	-295.424	-338.189	-372.963	-460.259	-511.769
<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>	<b>33.179</b>
Gastos de administración	-32.625	-34.629	-34.316	-36.484	-43.924	-50.053	-31.514	-32.898
<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>	<b>281</b>
Costos financieros	0	0	0	-420	-399	-278	-292	-321
Utilidad del Ejercicio	-622	8.364	13.705	11.453	3.926	11.071	-1.967	2.953
EBITDA	-423	11.089	16.072	14.154	4.106	10.427	-2.958	2.902

<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>	<b>2016</b>
Activos Corrientes	36.480	58.421	58.531	58.812	60.479	69.010	64.945	75.942
Activos No Corrientes	54.001	50.091	53.453	65.112	69.968	81.081	81.508	83.724
<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>	<b>159.666</b>
Pasivos Corrientes	58.969	74.127	84.181	93.709	92.989	106.790	111.503	126.273
Pasivos No Corrientes	8.021	9.612	3.030	5.442	7.337	9.337	9.709	8.332
Pasivos Totales	66.990	83.738	87.210	99.151	100.326	116.126	121.212	134.605
Patrimonio total	23.491	24.773	24.773	24.773	30.120	33.965	25.240	25.062
<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>	<b>159.667</b>
Deuda Financiera	0	0	0	0	0	0	3.878	0

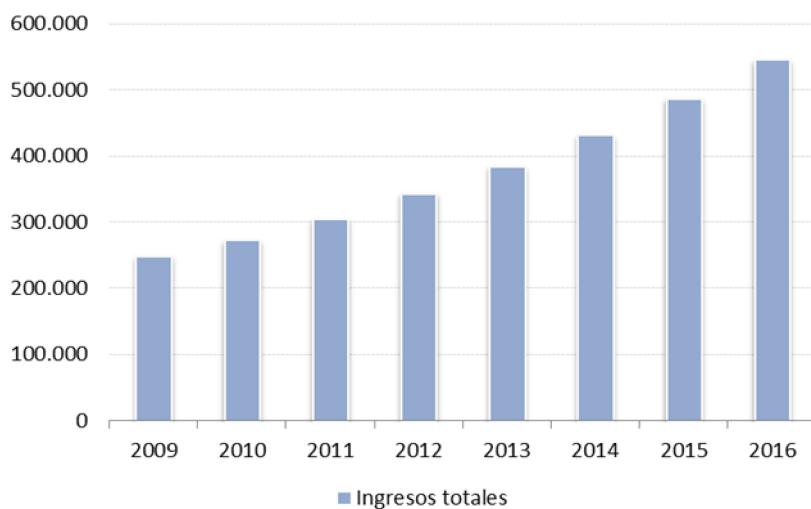
Ilustración 4  
**Evolución de los cotizantes y la cotización mensual**  
(En pesos)



### Evolución de los ingresos

Tal como muestra la Ilustración 5, los ingresos han aumentado constantemente desde 2009 a una tasa compuesta igual del 12,0% anual, debido a una mayor cantidad de cotizantes y un incremento en las cotizaciones mensuales.

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



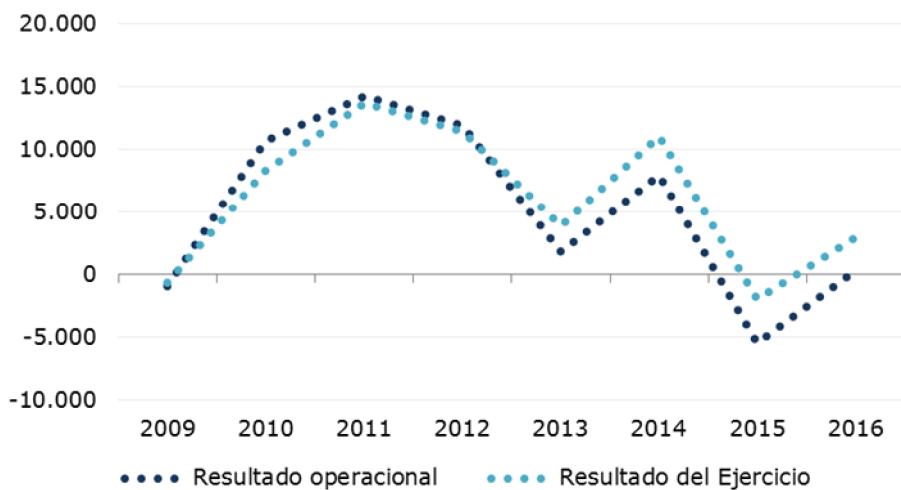
### Evolución de los resultados

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 en los niveles de

siniestralidad en la isapre. A diciembre de 2016, el sector asegurador de la compañía reportó ganancias por \$2.953 millones, influenciadas positivamente por la isapre, que cerró 2016 con un resultado igual a \$3.325 millones, y contrarrestado en parte por las pérdidas por \$372 millones de la compañía de seguros. Con todo, este resultado es superior a los presentados en 2015 donde se produjeron pérdidas de \$1.967 millones.

El mejoramiento, en el caso de la isapre, se produjo por una menor siniestralidad originada por una baja en la frecuencia del uso de los planes y un mayor ingreso por beneficiario. El resultado fue menor al de la industria (86,3% Cruz Blanca y 86,8% la industria) a diferencia del año 2015, donde los valores de siniestralidad de Cruz Blanca estaban por sobre los de la industria.

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

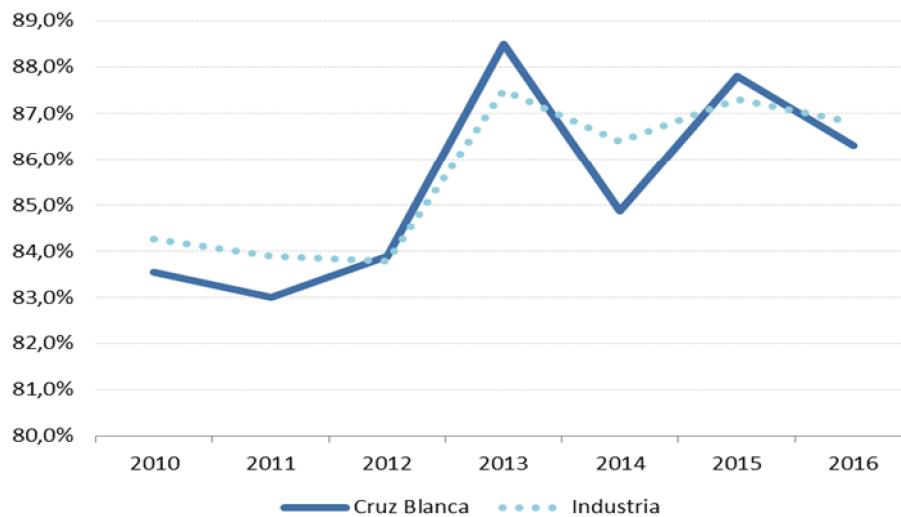


## Siniestralidad

Los niveles de siniestralidad de la isapre, definida como costo de venta sobre ingresos de actividades ordinarias, a diciembre de 2016 han presentado indicadores menores a los de la industria en su conjunto, donde la siniestralidad de isapre CruzBlanca fue de 86,3%, mientras que para las isapres abiertas fue de 86,8%, 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 Integrmédica 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 26 centros Integrmédica, 9 Sonorad y el centro médico Clínica Pilar Gazmuri, realizando 3,5 millones de consultas médicas ambulatorias y 6,8 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:

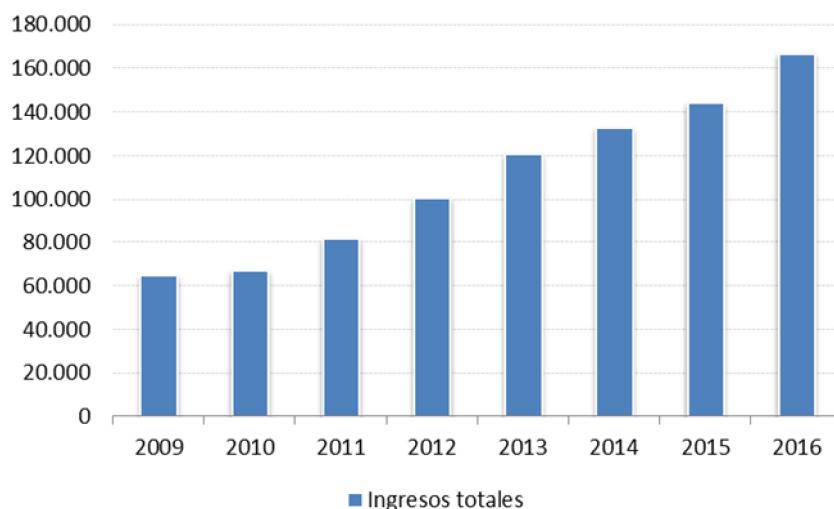
Estado de Resultados Área Ambulatoria								
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos totales	64.751	66.926	81.355	100.557	120.589	133.328	143.967	166.557
Costo de ventas	-40.898	-41.661	-45.800	-61.542	-72.514	-71.859	-77.897	-90.136
<b>Margen Bruto</b>	<b>23.853</b>	<b>25.265</b>	<b>35.555</b>	<b>39.014</b>	<b>48.075</b>	<b>61.469</b>	<b>66.070</b>	<b>76.421</b>
Gastos de administración	-16.799	-16.919	-22.774	-25.998	-36.070	-48.362	-54.027	-61.107
<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>	<b>15.314</b>
Costos financieros	-3.577	-2.205	-3.952	-3.338	-2.242	-2.447	-2.561	-2.424
Utilidad del Ejercicio	4.739	4.256	10.507	9.428	8.554	12.966	8.857	9.956
EBITDA	10.908	12.143	16.476	17.495	16.667	18.408	18.204	21.685

Balance General Área Ambulatoria								
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos Corrientes	4.655	7.166	15.442	12.438	14.849	12.909	17.833	20.491
Activos No Corrientes	32.083	138.141	146.371	133.843	144.364	152.341	158.683	160.551
<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>	<b>181.042</b>
Pasivos Corrientes	9.307	8.581	19.170	30.124	23.279	28.329	43.568	48.387
Pasivos No Corrientes	15.423	46.994	46.048	14.426	28.632	21.074	15.999	9.154
Pasivos Totales	24.730	55.575	65.218	44.550	51.911	49.403	59.567	57.541
Patrimonio total	12.008	89.732	96.596	101.731	107.302	115.848	116.498	123.501
<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>	<b>181.042</b>
Deuda Financiera	11.845	41.415	44.135	18.746	35.591	31.456	38.522	29.220

### Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a una tasa anual compuesta igual a 14,5% entre 2009 y 2016.

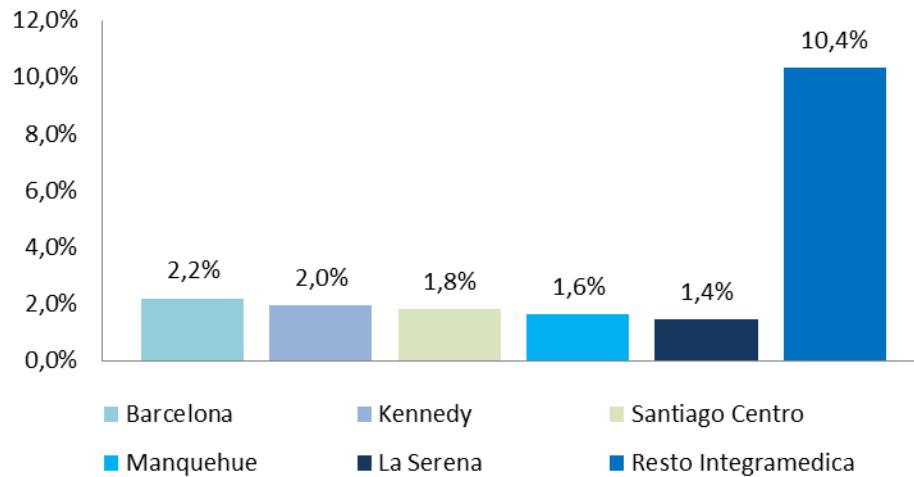
Ilustración 8  
**Evolución de los ingresos del área ambulatoria**  
(Millones de pesos)



Dos centros de Integramédica concentran más del 18,5% de los ingresos del área ambulatoria, donde el primero explica el 9,8% y el segundo el 8,7%. Estos mismos centros representan el 2,2% 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.

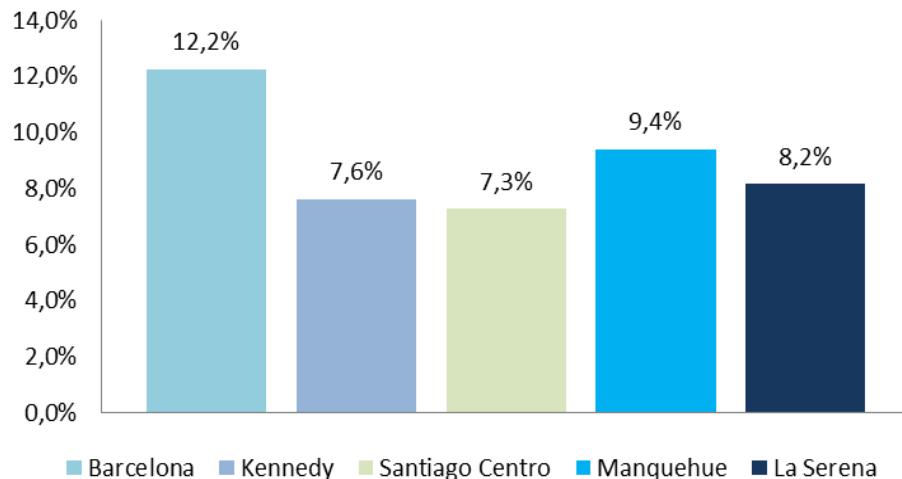
Ilustración 9  
**Distribución de los ingresos operacionales**  
(Como % de los ingresos de **Bupa**. Diciembre 2016)



Seis de los 36 centros ambulatorios representan cerca del 44,7% del EBITDA total generado por el *holding*.

A continuación, se presenta la participación en el EBITDA del sector ambulatorio de cada uno de los principales centros médicos (Ilustración 10).

Ilustración 10  
**Distribución del EBITDA**  
(Como % del EBITDA de **Bupa**. Diciembre 2016)



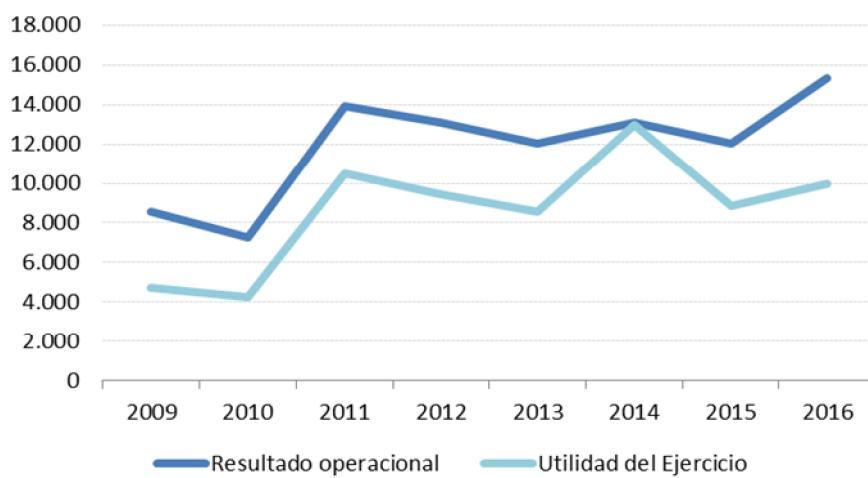
## Evolución de los resultados

Los resultados de la empresa han sido fluctuantes, pero muestran una tendencia creciente en el tiempo. A diciembre de 2011, experimentaron un aumento importante respecto de 2010 (92,6% en el resultado operacional y 146,7% en el resultado del ejercicio). El resultado operacional y el del ejercicio disminuyeron en 2012 (-6,1% el resultado operacional; -10,3% el resultado del ejercicio), aumentando en 2014 (9,2% y 51,6%, respectivamente) para finalmente disminuir en 2015 (8,1% el resultado operacional; 31,7% el

resultado del ejercicio). 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 2016, los ingresos crecieron un 15,7%, respecto de 2015 y los costos de venta crecieron un 15,7%, mientras que los gastos de administración del segmento ambulatorio tuvieron un incremento igual a 13,1%, lo que provocó que el resultado operacional de la compañía subiera un 27,2%, mientras que la utilidad de este segmento aumentó en un 12,4%, respecto de 2015.

**Ilustración 11**  
**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 está 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 149 camas y una superficie construida de 20.480 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 11.822 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 6.320 m<sup>2</sup>.

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

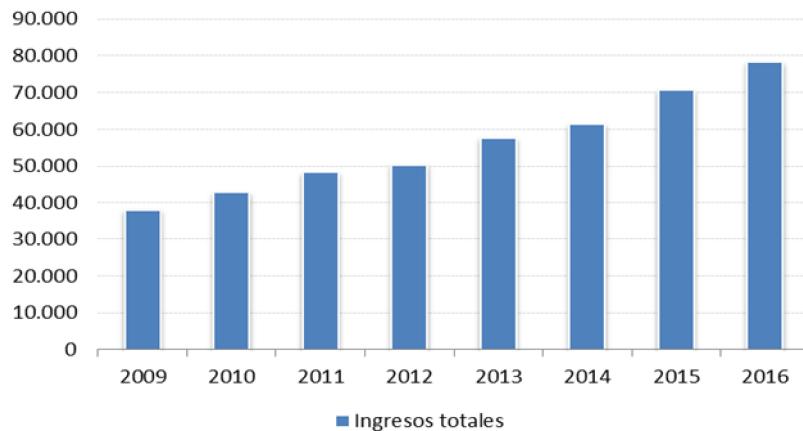
<b>Estado de Resultados Área Hospitalaria</b>								
<b>MM \$</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ingresos totales	38.098	42.809	48.248	50.354	57.614	61.367	70.616	78.207
Costo de ventas	-29.436	-33.565	-37.802	-40.906	-43.962	-41.924	-46.285	-51.232
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>	<b>26.975</b>
Gastos de administración	-2.843	-3.380	-4.103	-4.569	-5.988	-14.717	-17.816	-19.809
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>	<b>7.166</b>
Costos financieros	-960	-1.199	-1.266	-1.050	-1.697	-1.680	-1.659	-1.682
Utilidad del Ejercicio	4.355	3.890	3.155	4.517	2.672	1.318	6.190	7.193
EBITDA	8.184	8.377	8.996	7.651	8.275	8.280	10.072	10.798

<b>Balance General Área Hospitalaria</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>	<b>2016</b>
Activos Corrientes	14.394	16.818	22.653	26.094	30.455	39.030	44.541	54.180
Activos No Corrientes	40.921	42.699	53.409	69.024	74.345	137.764	151.145	180.611
<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>	<b>234.791</b>
Pasivos Corrientes	10.884	10.071	12.378	17.127	20.506	28.249	32.738	50.771
Pasivos No Corrientes	19.619	22.936	24.382	23.487	22.288	38.409	46.927	62.758
Pasivos Totales	30.503	33.007	36.760	40.614	42.794	66.659	79.665	113.529
Patrimonio total	24.813	26.510	39.301	54.504	62.006	110.135	116.021	121.263
<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>	<b>234.792</b>
Deuda Financiera	20.365	22.810	23.912	24.831	29.379	44.150	56.295	72.957

### **Evolución de los ingresos**

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

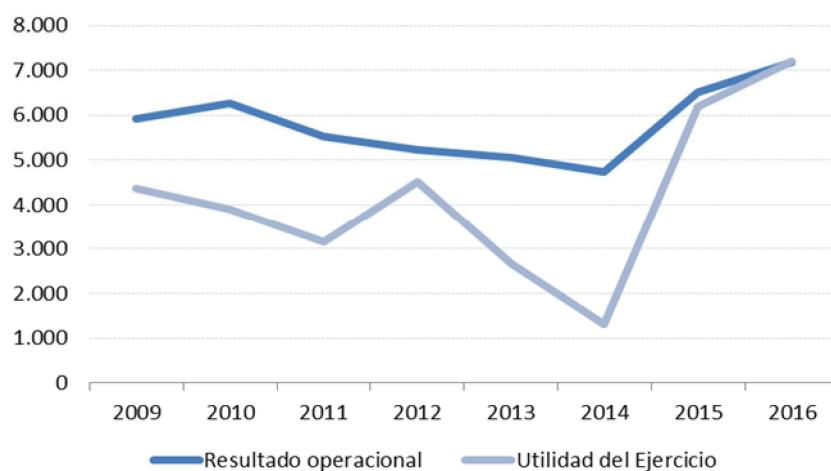
Ilustración 12  
**Evolución de los ingresos del área hospitalaria**  
 (Millones de pesos)



### Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los ingresos del segmento hospitalario crecieron un 10,7% a diciembre de 2016. Lo anterior, es producto de los mayores ingresos de Clínica Bupa Antofagasta en servicios de laboratorio, venta de medicamentos y hospitalización y de Clínica San José (Arica) por un aumento de la actividad, tras el cierre de la Clínica Arica lo que implicó una derivación de pacientes a la Clínica San José. El margen bruto de este segmento se incrementó en un 10,9% y el EBITDA de este segmento escaló un 7,2%.

Ilustración 13  
**Evolución del resultado operacional y del ejercicio del segmento hospitalario**  
 (Millones de pesos)



## Análisis financiero de Bupa Chile<sup>9</sup>

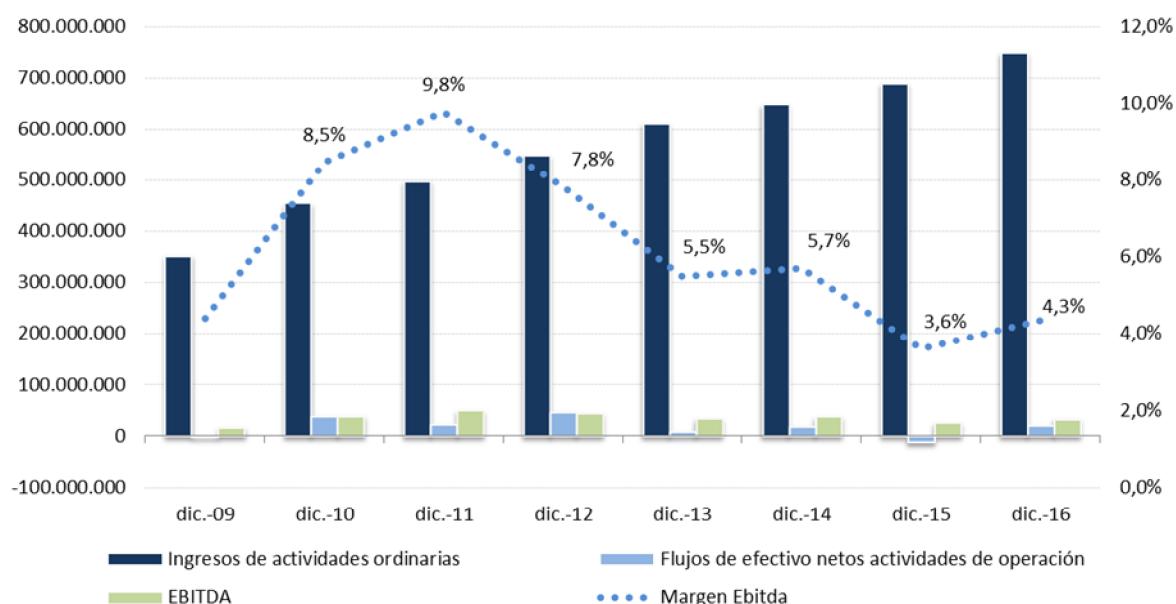
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Bupa Chile**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2016.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

**Bupa Chile** alcanzó ingresos por \$741.445 millones en el período comprendido entre enero y diciembre 2016, lo que corresponde a un aumento de 12,8% respecto de 2015. 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 15,1% 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. 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 2009-2016, el margen EBITDA ha fluctuado entre un máximo de 9,8% y un mínimo de 3,6%, tal como se ve en la Ilustración 14.

Ilustración 14

#### Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de la operación (Miles de pesos)



<sup>9</sup> Para efectos comparativos, las cifras presentadas en esta sección del informe están expresadas en pesos de diciembre de 2016.

## Evolución del endeudamiento y la liquidez

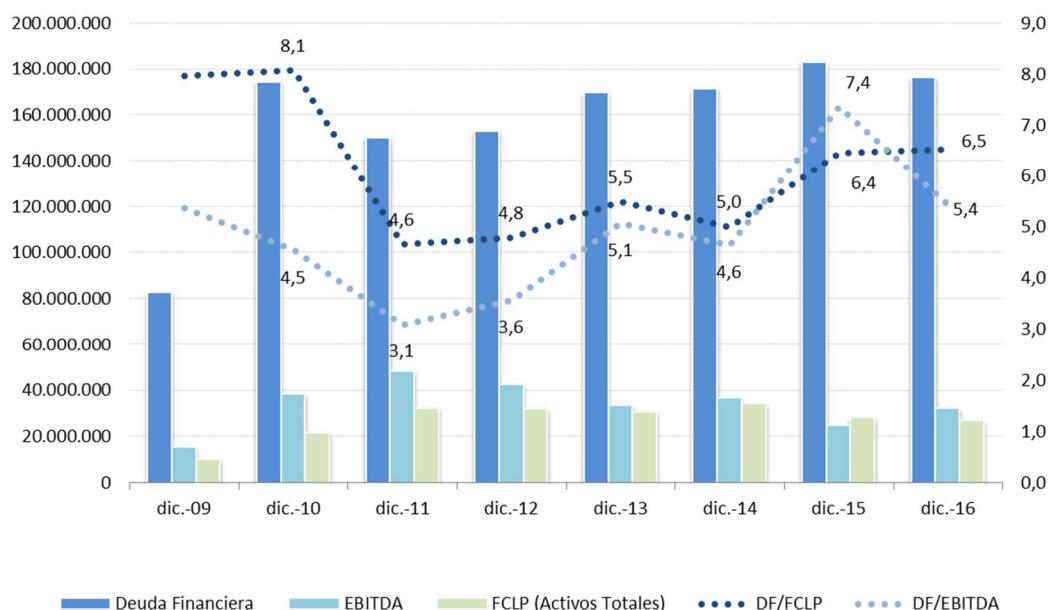
Al 31 de diciembre 2016, la deuda financiera del *holding* ascendía a \$176.534 millones, un 0,8% inferior a la que registraba al cierre del 2015 (\$177.953 millones). Del total de la deuda financiera, el 70% se concentraba en el largo plazo.

El endeudamiento relativo –medido como deuda financiera sobre EBITDA o Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP<sup>10</sup>), tuvo un descenso importante el año 2011, respecto a ejercicios anteriores, para posteriormente mantener variaciones moderadas, hasta 2015 donde experimenta un fuerte alza, explicado básicamente por el aumento en la deuda en el sector hospitalario producto de la construcción de la Clínica Santiago. Con todo, la relación deuda financiera sobre EBITDA disminuyó desde 7,64 veces, en 2015, a 5,4 veces en 2016. Por otra parte, la relación entre deuda financiera (DF) y FCLP tuvo un leve aumento de 6,4 veces a 6,5 veces a diciembre de 2016.

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

Ilustración 15

### Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP (Miles de pesos)



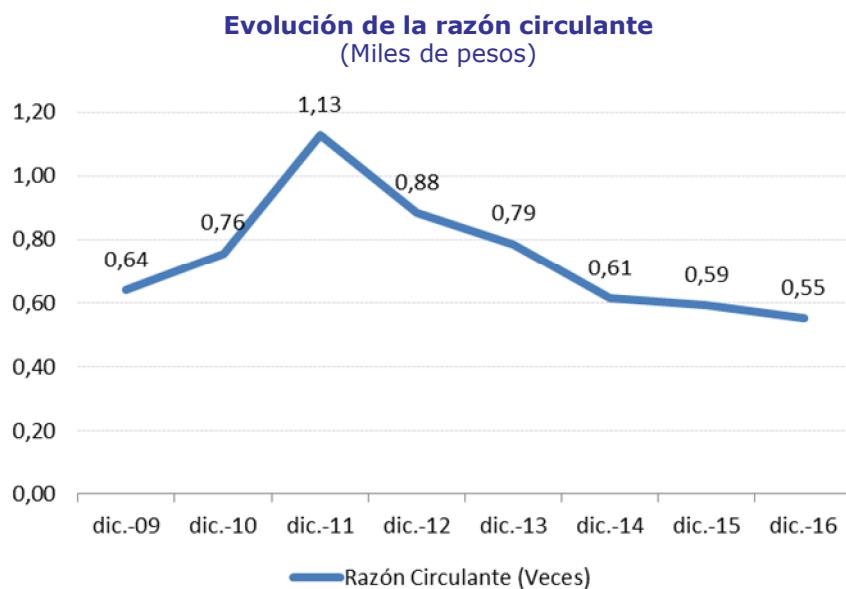
En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante<sup>11</sup>, salvo el 2011, ha sido persistentemente inferior a uno. A diciembre de 2016, la liquidez de la compañía cerró en 0,55 vez, mientras

<sup>10</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>11</sup> Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante.

que el indicador a diciembre de 2015 era de 0,59 vez. Esta disminución responde al incremento de un 27,7% en los pasivos corrientes, que no fue compensado por el incremento de los activos corrientes de la compañía, los que crecieron un 19,9%.

Ilustración 16



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

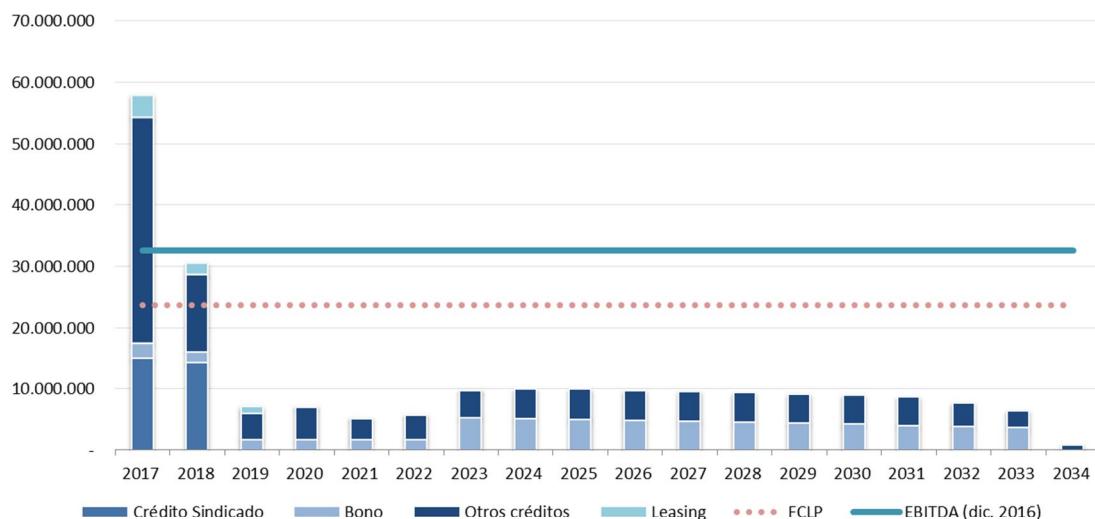
El perfil de vencimientos de la compañía mantiene importantes pagos para 2017 y 2018, iguales a \$57.922 millones para el presente año y cercano a \$30.000 millones para el siguiente (ambas cifras incluyen pago de intereses y amortizaciones), lo que supera los niveles de EBITDA generado en diciembre de 2016 por **Bupa**, iguales a \$32.482 millones, y los niveles de FCLP generados por la empresa, monto igual a \$23.712 millones. De esta manera, es posible observar nulas holguras para los pagos anuales de 2017 y 2018.

Anterior al 2015, la compañía exhibía holguras razonables para los períodos comprendidos entre 2017 y 2018. Pero, en la práctica, en 2016, la deuda financiera de la compañía aumentó producto de la nueva deuda que tomó **Integramédica** durante 2015, el uso de la línea de sobregiro que utilizó **Isapre Cruz Blanca**, la renovación de capital de trabajo y la construcción de la Clínica Santiago.

De acuerdo con lo informado por la compañía, las amortizaciones de 2017 y 2018 van a ser cubiertas con una línea de crédito que se firmó con la matriz el año 2016 por un valor de \$150 mil millones con duración de 15 años y amortizaciones a partir del año seis. Se va a reemplazar deuda local (que está concentrada en el corto y mediano plazo) por deuda internacional, por lo que en este periodo muchas de estas cuentas entraron en cuentas por pagar a relacionados.

La Ilustración 17 muestra el plan de pago anual de amortizaciones e intereses de la deuda de **Bupa**, actualmente vigente.

Ilustración 17  
**Evolución del perfil de pagos (amortización e intereses) frente al EBITDA y FCLP**  
(Miles de pesos)



## Evolución de la rentabilidad

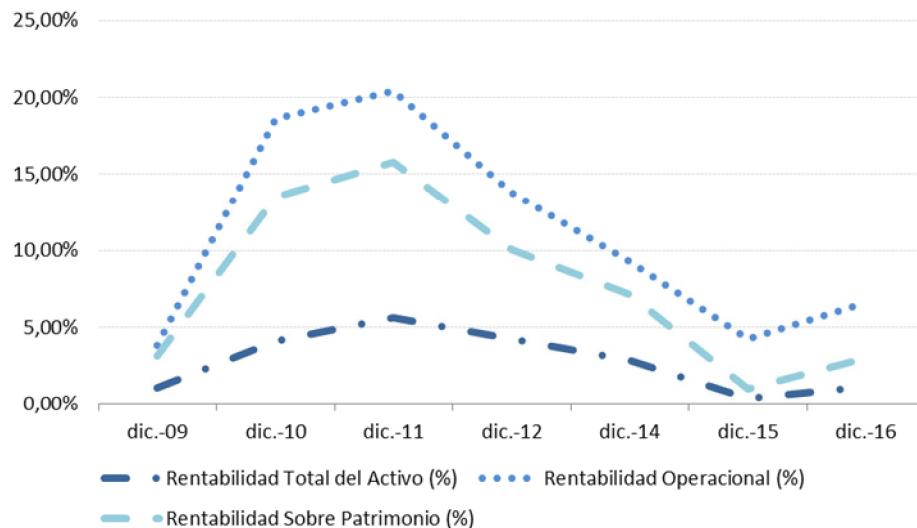
La rentabilidad<sup>12</sup> de la compañía ha venido cayendo desde 2010 al ejercicio finalizado en diciembre de 2015.

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 2015, la utilidad de la compañía experimentó una caída, por lo que la rentabilidad de los activos bajó. 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 2016, los ratios de rentabilidad han cerrado en 1,15% para la rentabilidad sobre el activo, en 6,61% la rentabilidad operacional y en 3,03% la rentabilidad sobre patrimonio. Lo anterior, tiene su origen en el aumento de las utilidades obtenidas por la compañía en 2016, dado principalmente por la recuperación en los resultados del segmento asegurador.

<sup>12</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 18  
**Evolución de la rentabilidad (%)**



## Características de las líneas de bono

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Bupa Chile** a diciembre de 2016 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>13</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>13</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-15</b>	<b>dic-16</b>
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1,75 veces (trimestral)	0,72	0,72
EBITDA sobre gastos financieros netos	A partir del 31/03/12 no inferior a 2,5 veces. A partir del 31/03/14 no inferior a 3,0 veces. Se considerará incumplimiento si se da por dos trimestres consecutivos.	3,47	4,99

*"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."*