



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Bupa Chile S.A.

Abril 2018

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
Líneas de Bonos y bonos Tendencia	A+ ¹ Favorable ²
EEFF base	31 diciembre 2017

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 \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos totales	367.445	415.270	471.578	534.705	591.939	657.107	741.445	790.325
Costo de ventas	-288.953	-321.223	-375.679	-421.360	-473.306	-534.857	-599.539	-638.028
Margen Bruto	78.492	94.048	95.899	113.344	118.634	122.250	141.906	152.297
Gastos de administración	-55.840	-61.060	-67.580	-95.116	-97.302	-112.068	-123.413	-128.692
Resultado operacional	23.430	34.238	28.975	18.228	21.332	10.182	18.493	23.605
Costos financieros	-7.043	-9.752	-8.587	-9.579	-8.950	-9.194	-8.481	-8.363
Utilidad del Ejercicio	11.151	21.310	18.680	10.993	13.813	1.780	5.846	8.818
EBITDA	31.153	41.889	38.810	29.366	33.777	23.624	32.170	38.491

Balance General Consolidado IFRS								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Corrientes	64.748	132.017	111.517	110.839	99.626	108.256	129.773	173.727
Activos No Corrientes	267.132	296.754	340.399	371.106	413.275	424.550	446.738	489.618
Total Activos	331.880	428.771	451.916	481.977	512.901	532.806	576.510	663.345
Pasivos Corrientes	85.729	116.929	126.159	141.073	162.299	184.461	247.199	246.430
Pasivos No Corrientes	153.830	131.993	135.542	148.518	159.065	157.282	156.356	206.812
Pasivos Totales	239.559	248.922	261.701	289.591	321.364	341.743	403.555	453.243
Patrimonio total	92.321	179.848	190.215	192.354	191.537	191.063	172.955	210.102
Patrimonio y Pasivos, Total	331.880	428.771	451.916	481.977	512.901	532.806	576.510	663.345
Deuda Financiera	142.340	127.269	132.737	150.831	160.634	177.953	176.533	172.477

¹ Clasificación de riesgo anterior: A.

² Tendencia anterior: Estable.

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

Sus subsidiarias operativas son Isapre CruzBlanca, 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 Anglolib.

Durante 2017, el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$790.325 millones (US\$ 1.285,6 millones³), aportando Isapre CruzBlanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service) aproximadamente el 73,4%, 22,5% y 10,6% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, en 2017 ascendió a \$38.491 millones (US\$ 62,6 millones), la distribución fue en torno al 21,7%, 57,9% y 24,2%⁴, en el mismo orden. A la misma fecha, la empresa mantenía una deuda financiera por \$172.477 millones (US\$ 280,6 millones) y un patrimonio por \$210.102 millones (US\$ 341,8 millones).

La modificación de la clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Bupa Chile** y de los títulos de deuda con cargo a dicha línea, desde "*Categoría A*" a "*Categoría A+*", responde a la concreción de la clínica Bupa Santiago (lo que significa reducir los riesgos de sobre-plazo y sobre-costos) y al apoyo tangible que posee la compañía por parte del grupo controlador, situación que se evidencia en el aumento de capital por \$27.340 millones recientemente realizado por esta institución y en los créditos relacionados proporcionados por la matriz por un monto aproximado de de \$55.000 millones, que han servido para proveer de liquidez y rebajar la deuda con instituciones financieras. Del mismo modo, la tendencia cambia desde "*Estable*" a "*Favorable*" debido a los mejores resultados obtenidos por la filial Isapre Cruz Blanca, no obstante los mayores porcentajes de siniestralidad registrados el año pasado. La clasificación podría mejorar en el futuro si los resultados positivos de esta filial se consolidan bajo diferentes escenarios.

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.

³ Tipo de cambio utilizado, al 31 de diciembre de 2017: \$ 614,75/US\$.

⁴ La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa y el área otros.

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. La fortaleza de la matriz se refleja en una clasificación de riesgo en Baa2 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.

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la relevancia y posicionamiento de las filiales operativas en sus respectivos mercados. Integramédica es una de las principales redes de centros de atención médica del país, pese a operar principalmente en la Región Metropolitana. Isapre CruzBlanca tiene una participación de mercado del orden del 22,6% 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*, esta 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. No obstante, entre 2016 y 2017, se observa un importante crecimiento en los resultados del área aseguradora, impulsados por los mejores resultados que ha obtenido la isapre. Por otro lado, dada la correlación entre el pago de cotizaciones y el nivel de empleo, el seguro de salud privado es sensible a los ciclos económicos.

La categoría de riesgo asignada considera, además, la elevada importancia relativa en los flujos generados por algunos de los centros de atención médicas y de algunas clínicas regionales. 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 4,6 veces (a diciembre de 2011) a las 5,5 veces (a diciembre de 2017) – 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, esta situación –*ceteris paribus*– debiera revertirse a futuro con la consolidación de las nuevas inversiones.

Por otra parte, si bien la clasificación recoge como elemento positivo para el modelo de negocio la pronta puesta en marcha de la clínica Bupa Santiago, ubicada en la comuna de La Florida, que en una primera fase implicará una oferta de 314 camas y, luego, de 460 camas, no se desconoce que de no cumplirse las expectativas de utilización, la nueva inversión podría no generar los flujos esperados en el futuro.

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 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 clasificadora estará atenta a los resultados de la operación de la nueva clínica, en relación con lo presupuestado, y sobre esa base analizará su influencia en la clasificación de riesgo.

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

Para la mantención de la clasificación, es necesario que el emisor mantenga estables sus niveles de endeudamiento relativo y el foco de su modelo de negocios.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2017

Al 31 de diciembre 2017, los ingresos consolidados del grupo sumaron \$790.325 millones, lo que corresponde a un aumento de 6,6% respecto de 2016 y se explica por una adecuación de precios base y GES en la isapre, así como también por el efecto de la inflación en los planes de salud, una mayor actividad en el área ambulatoria con la consolidación de centros médicos en proceso de maduración y finalmente el crecimiento en la actividad en el sector hospitalario. El 73,4% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre CruzBlanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 22,5% de Integramédica y el 10,6% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service).

Los costos de explotación, a diciembre de 2017, aumentaron un 6,4% respecto de igual período de 2016, debido al efecto de una mayor venta en el área seguros y, por consiguiente, mayor siniestralidad⁵ en la Isapre CruzBlanca, en particular al pasar de 86,3% en diciembre de 2016 a 88,5% en diciembre de 2017, superior al promedio de la industria, según los datos de la Superintendencia de Salud.

⁵ Medido como costo de venta/ingreso de actividades ordinarias.

Los gastos de administración y ventas crecieron un 4,3%, debido a un aumento en los gastos de personas para la operación, honorarios médicos e insumos, como producto de una mayor actividad en los centros médicos.

El resultado operacional y del ejercicio mostraron un aumento, respecto de diciembre 2016, de 27,6% y 50,8%, respectivamente. El EBITDA tuvo una variación de 19,6%, llegando a \$38.491 millones en 2017, principalmente por mejores resultados en el área aseguradora.

La deuda financiera de la compañía finalizó el periodo en \$172.477 millones, lo que representó una disminución de 2,3% respecto de las obligaciones financieras de 2016.

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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Oportunidades y fortalezas

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

Lo anterior, se verá potenciado cuando comiencen las operaciones de la clínica Bupa Santiago pudiendo derivar pacientes desde Integramédica a la clínica.

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile está tendiendo a envejecer y la experiencia muestra que, por lo general, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más. Según proyecciones demográficas del INE, 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%⁶ 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%⁷.

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 39 centros médicos (29 Integramédica, 9 Sonorad y Centro Dra. Pilar Gazmuri), con más de 3,7 millones de atenciones anuales y 7,0 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. La isapre, por su parte, mantiene 60 sucursales en todo el país, mientras que a diciembre de 2016 registra 407.384 cotizantes (701.707 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 22,5% 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 345 camas y un nivel de ocupación del 57%.

Desempeño satisfactorio y perspectiva 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 refuercen y apoyen el gasto en salud, requiriéndose tanto de operadores públicos como privados.

Experiencia Grupo Controlador: El grupo Bupa opera en 190 países, con activos totales por US\$ 20.349 millones a diciembre de 2017 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, las cuales se han evidenciado en el último año mediante aportes de capital y deuda relacionada.

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

⁶ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2015. Datos a 2012.

⁷ 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 observó una mejora del EBITDA alcanzando un valor de \$2.902 millones, situación que se mantuvo favorable hacia 2017, alcanzando un EBITDA de \$8.341 millones.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 85,8% y los gastos de administración son del orden del 11,7% 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. En este contexto, dentro de los desafíos de la administración se tiene un

desarrollo exitoso de la clínica Bupa Santiago, tanto por su impacto en los flujos del grupo como por su aporte a la consolidación del modelo de negocio.

Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar: El principal centro médico de Integramédica, así como la principal clínica, generan un EBITDA que representa el 8,4% y 16,4%, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados 2017), sin embargo, cabe señalar que esta situación ha ido disminuyendo en los últimos años, en 2016, estos valores alcanzaban un 12,2% y 19,5%, respectivamente. 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.⁸, 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 sus posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector público, en particular si se mejora este tipo de servicio y/o antes crisis económicas, y las necesidades de inversión en equipos dada su rápida obsolescencia (lo que en **Bupa** se ve atenuado por la posibilidad de trasladar los equipos dentro de la amplia red asistencial). Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y las correspondientes presiones en costos que esto conlleva y que se mitiga con la entrada de médicos extranjeros y la mejora en la capacidad de reclutamiento que implementó **Bupa** por la alta rotación de médicos existente.

⁸Cifras obtenidas del documento "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2014)

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 la compañía comenzó a constituirse en 1999 con la compra de la Clínica Reñaca, posteriormente, se fue potenciando mediante la incorporación de nuevas unidades operativas, todas empresas con una extensa trayectoria en sus respectivos mercados, como muestra el siguiente cuadro:

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 2017, el capital de la sociedad ascendía a \$ 143.946 millones, distribuido entre 787.650.000 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 2017:

Sociedad	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SPA	787.649.999	100,00%
Grupo Bupa Sanitas Chile SL	1	0,00%

Directorio y ejecutivos

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

Nombre	Cargo
Ignacio Ereño Iribarren	Presidente
Carlos Jaureguizar Ruiz - Jarabo	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 22,5% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 73,4% de los ingresos totales del *holding* en 2017.

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 345 camas y una ocupación promedio de 57% los últimos dos años. Durante el año 2018, comenzará a operar la Clínica Bupa Santiago.

A diciembre de 2017, este segmento de negocio representa el 10,6% 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 38 centros médicos distribuidos en cinco regiones (30 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), Anglolib (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 2017 fueron \$790.325 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$38.491 millones. La distribución de estos indicadores se muestra en la Ilustración 1.

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

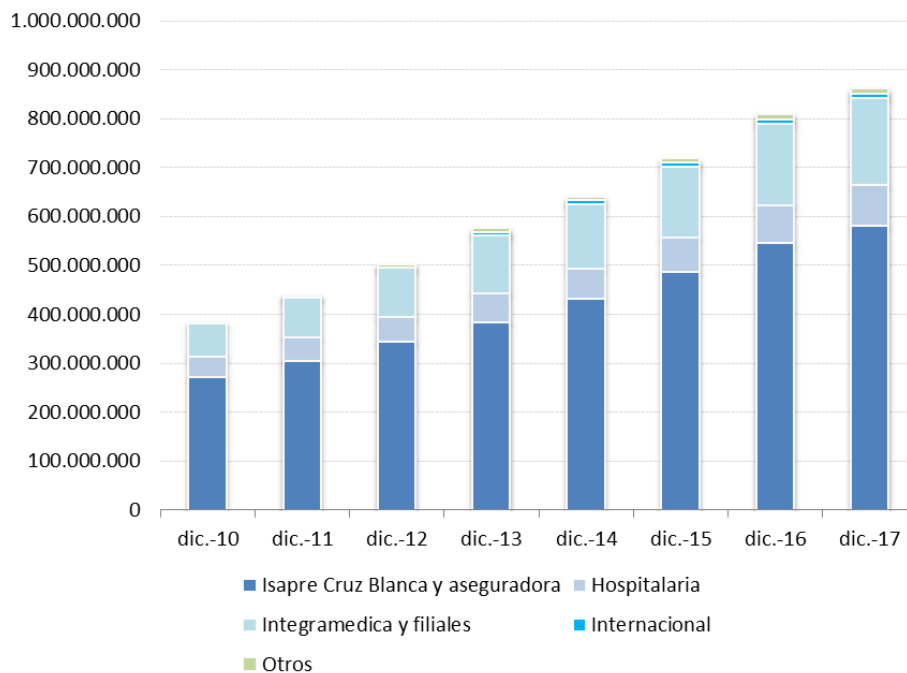
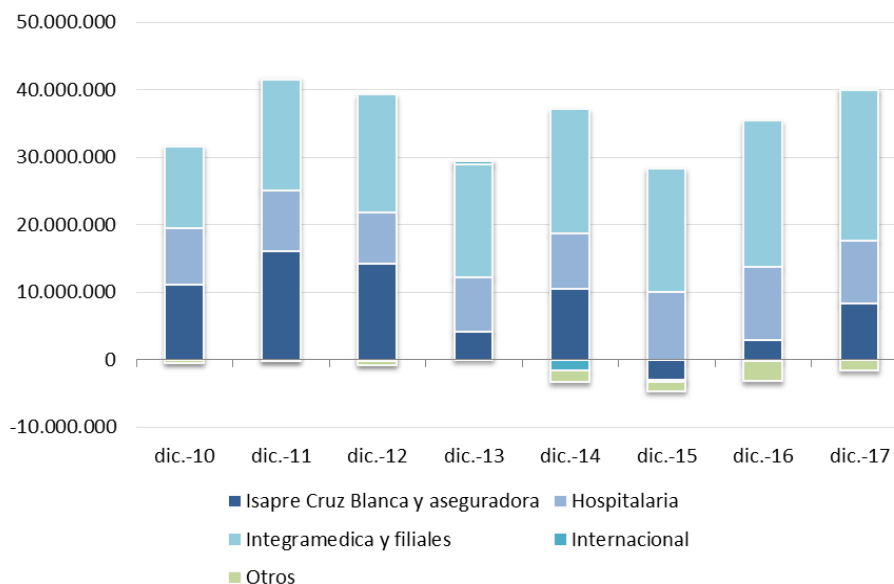


Ilustración 2
Evolución del EBITDA consolidado por área
(En miles de pesos)



Es importante señalar que si bien la Isapre CruzBlanca aportó el 73,4% de los ingresos del grupo, su aporte en EBITDA es menor (a diciembre de 2017 representa un 21,7% 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 57,9% del EBITDA del grupo. Ocurre lo mismo con el aporte del área hospitalaria, que sólo con una participación de 10,6% en los ingresos, genera el 24,2% 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 2017, el margen EBITDA⁹ del área hospitalaria es de 11,1%, el de la línea ambulatoria aproximadamente 12,5% y el de la unidad de seguros 1,4%. 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 2017, los activos totales del *holding* alcanzaron \$663.345 millones, un 15,1% sobre los de diciembre de 2016. Tal aumento se explica, en gran parte, por el crecimiento en la actividad en las unidades de negocio lo que se refleja en el aumento de efectivo y equivalente al efectivo y deudores comerciales, además, se observa un aumento en Propiedades, planta y equipo por el crecimiento en los centros médicos de Integramédica y la Clínica Bupa Santiago. Junto con esto, recientemente **Bupa Chile** recibió un aporte de capital de su matriz extranjera por \$27.314 millones.

A la misma fecha, la deuda financiera del grupo ascendía a \$172.477 millones, disminuyendo un 2,3% respecto a 2016 (\$176.533 millones). Esta leve baja se debe a un menor endeudamiento del área

⁹ Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos

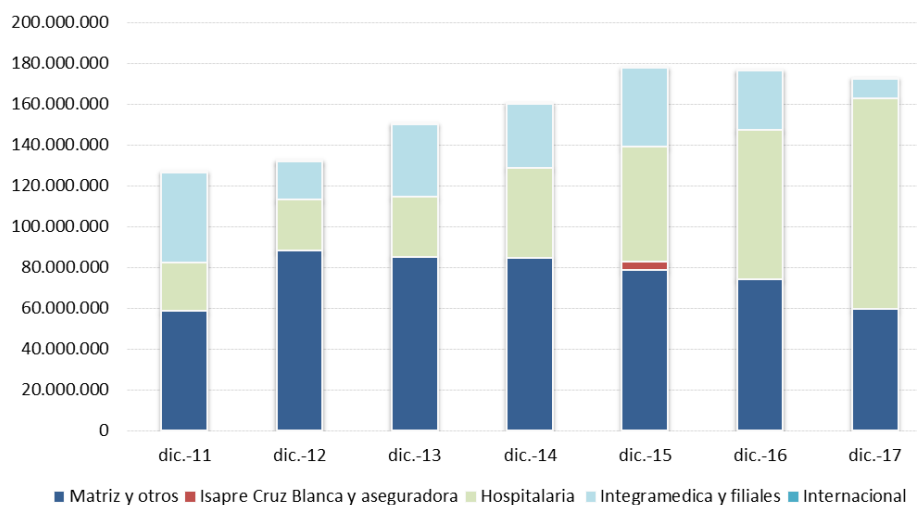
aseguradora, ambulatoria y de la matriz compensada por un aumento en la deuda del área hospitalaria principalmente por la construcción de la Clínica Bupa Santiago.

A diciembre de 2017, la deuda financiera que corresponde a la matriz es \$59.390 millones (correspondiente al 34,4% del total de las obligaciones financieras), Integramédica mostró una deuda financiera igual a \$9.660 millones (lo que representa el 5,6% del total consolidado) y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$103.390 millones (equivalente al 59,9%). Cabe señalar, que el 75,1% de la deuda se concentra en el largo plazo, y el total de la deuda corresponde principalmente a obligaciones con bancos (69,8%), bonos (24,4%), arriendos financieros (1,9%), contratos swap (2,2%) y otros préstamos financieros (1,7%).

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.

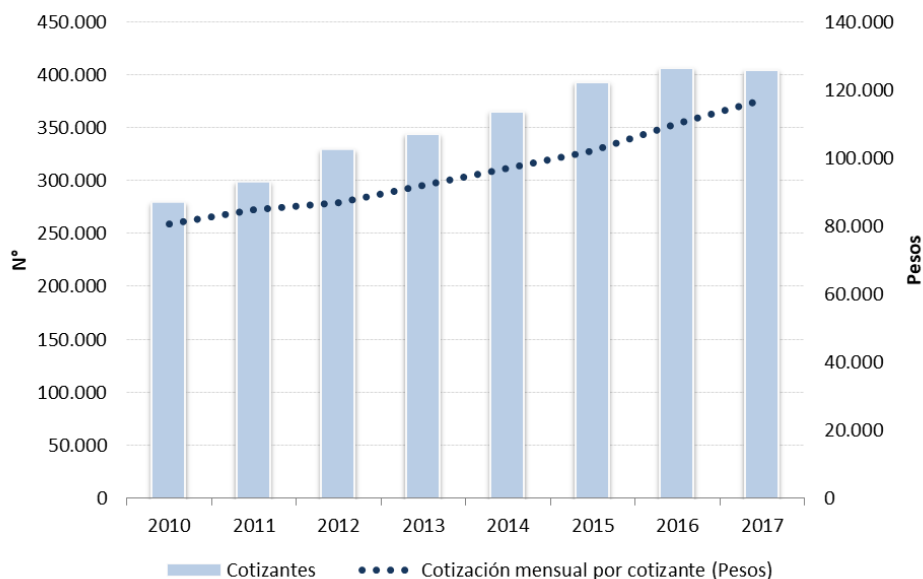
Actualmente, la isapre cuenta con 60 sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos de la Superintendencia de Salud, a diciembre de 2017, la isapre registra 407.384 cotizantes (701.707 beneficiarios).

Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Aseguradora								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos totales	270.961	304.772	343.246	383.909	430.979	486.336	544.948	579.944
Costo de ventas	-227.097	-256.682	-295.424	-338.189	-372.963	-460.259	-511.769	-542.794
Ganancia bruta	43.864	48.090	47.822	45.721	58.016	26.077	33.179	37.150
Gastos de administración	-34.629	-34.316	-36.484	-43.924	-50.053	-31.514	-32.898	-31.443
Resultado operacional	10.654	14.327	11.885	1.797	7.963	-5.437	281	5.707
Costos financieros	0	0	-420	-399	-278	-292	-321	-424
Utilidad del Ejercicio	8.364	13.705	11.453	3.926	11.071	-1.967	2.953	6.015
EBITDA	11.089	16.072	14.154	4.106	10.427	-2.958	2.902	8.341

Balance General Área Aseguradora								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Corrientes	58.421	58.531	58.812	60.479	69.010	64.945	75.942	84.567
Activos No Corrientes	50.091	53.453	65.112	69.968	81.081	81.508	83.724	91.510
Total Activos	108.511	111.983	123.924	130.447	150.091	146.452	159.666	176.077
Pasivos Corrientes	74.127	84.181	93.709	92.989	106.790	111.503	153.413	167.137
Pasivos No Corrientes	9.612	3.030	5.442	7.337	9.337	9.709	1.004	4
Pasivos Totales	83.738	87.210	99.151	100.326	116.126	121.212	154.417	167.141
Patrimonio total	24.773	24.773	24.773	30.120	33.965	25.240	5.249	8.936
Patrimonio y Pasivos, Total	108.511	111.983	123.924	130.322	150.091	146.452	159.666	176.077
Deuda Financiera	0	0	0	0	0	3.878	0	0

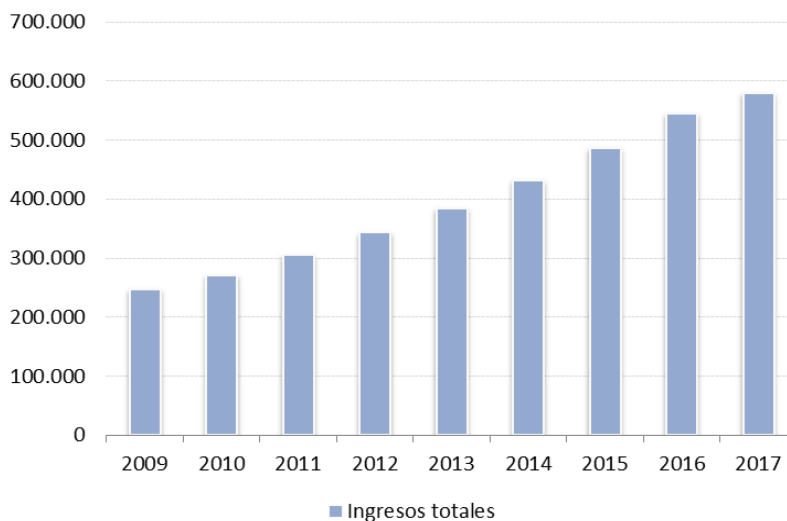
Ilustración 4
Evolución de los cotizantes y la cotización mensual
(En pesos)



Evolución de los ingresos

Tal como muestra la Ilustración 5, los ingresos han aumentado constantemente desde 2009 a una tasa compuesta igual del 11,3% 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)

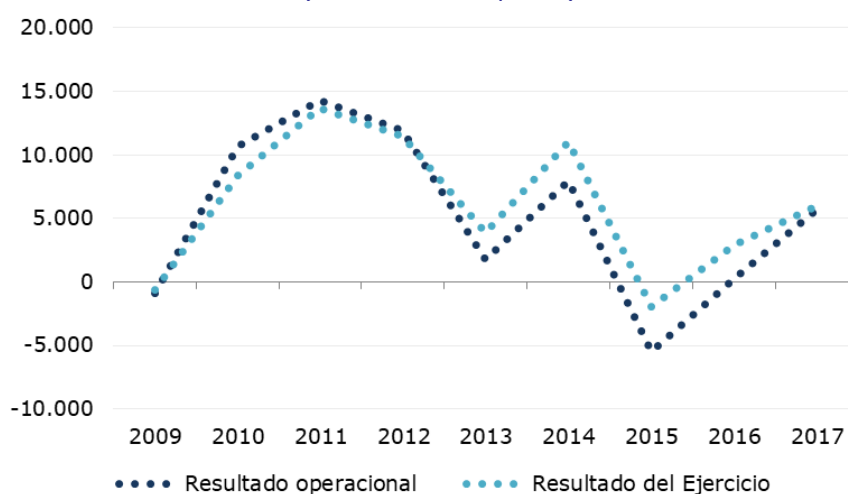


Evolución de los resultados

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 2017, el sector asegurador de la compañía reportó ganancias por \$6.015 millones, influenciadas positivamente por la isapre, que cerró 2017 con un resultado igual a \$6.810 millones, y contrarrestado las pérdidas por \$795 millones de la compañía de seguros. Este resultado es superior a los presentados en 2016 donde se produjeron ganancias de \$2.953 millones.

El mejoramiento, en el caso de la isapre, se produjo principalmente por una readecuación anual de los planes base así como del GES, un mayor porcentaje pagado/pactado en la isapre y mayor eficiencia en los gastos.

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

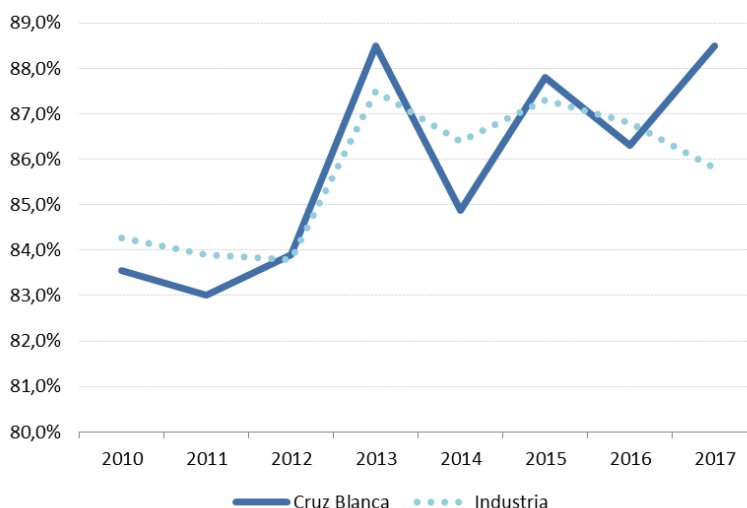


Siniestralidad

Los niveles de siniestralidad de la isapre, definida como costo de venta sobre ingresos de actividades ordinarias, a diciembre de 2017 han presentado indicadores mayores a los de la industria en su conjunto, donde la siniestralidad de isapre CruzBlanca fue de 88,5%, mientras que para las isapres abiertas fue de 85,8%, 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 Integramédica S.A., sociedad constituida en 1995 y cuyo foco es la prestación de servicios médicos ambulatorios e integrales en todas las especialidades. La empresa cuenta con una red de 29 centros Integramédica, 9 Sonorad y el centro médico Clínica Pilar Gazmuri, realizando 3,7 millones de consultas médicas ambulatorias y 7,0 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:

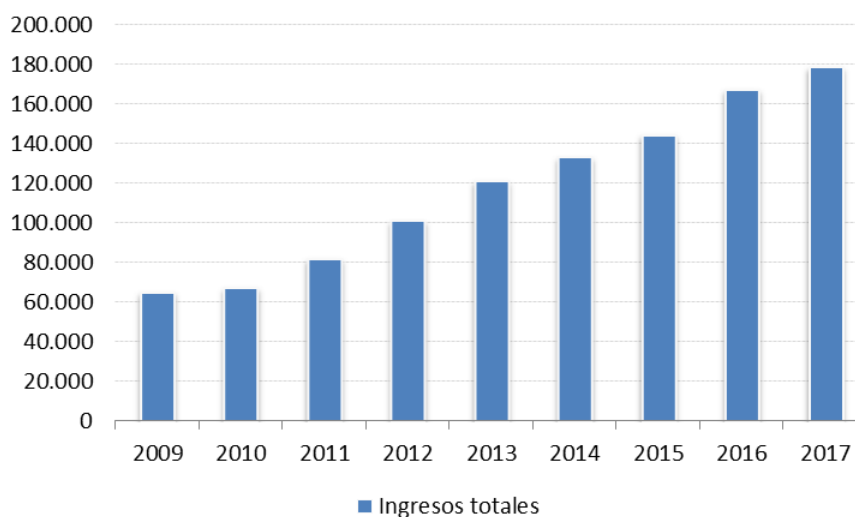
Estado de Resultados Área Ambulatoria								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos totales	66.926	81.355	100.557	120.589	133.328	143.967	166.557	177.952
Costo de ventas	-41.661	-45.800	-61.542	-72.514	-71.859	-77.897	-90.136	-97.246
Margen Bruto	25.265	35.555	39.014	48.075	61.469	66.070	76.421	80.706
Gastos de administración	-16.919	-22.774	-25.998	-36.070	-48.362	-54.027	-61.107	-66.198
Resultado operacional	7.235	13.931	13.079	12.005	13.108	12.043	15.315	14.508
Costos financieros	-2.205	-3.952	-3.338	-2.242	-2.447	-2.561	-2.424	-2.123
Utilidad del Ejercicio	4.256	10.507	9.428	8.554	12.966	8.857	9.956	9.265
EBITDA	12.143	16.476	17.495	16.667	18.408	18.204	21.685	22.268

Balance General Área Ambulatoria								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Corrientes	7.166	15.442	12.438	14.849	12.909	17.833	20.491	23.524
Activos No Corrientes	138.141	146.371	133.843	144.364	152.341	158.683	160.551	160.984
Total Activos	145.307	161.813	146.282	159.213	165.250	176.515	181.042	184.508
Pasivos Corrientes	8.581	19.170	30.124	23.279	28.329	43.568	48.387	52.670
Pasivos No Corrientes	46.994	46.048	14.426	28.632	21.074	15.999	9.154	1.663
Pasivos Totales	55.575	65.218	44.550	51.911	49.403	59.567	57.541	54.363
Patrimonio total	89.732	96.596	101.731	107.302	115.848	116.498	123.501	130.144
Patrimonio y Pasivos, Total	145.307	161.813	146.281	159.213	165.251	176.065	181.042	184.508
Deuda Financiera	41.415	44.135	18.746	35.591	31.456	38.522	29.220	9.660

Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a una tasa anual compuesta igual a 13,5% entre 2009 y 2017.

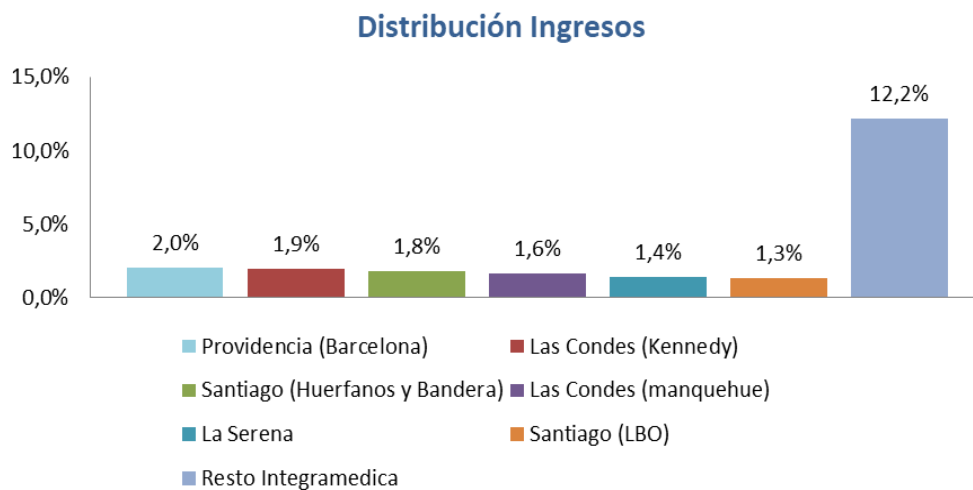
Ilustración 8
Evolución de los ingresos del área ambulatoria
(Millones de pesos)



Dos centros de Integramédica concentran más del 17,7% de los ingresos del área ambulatoria, donde el primero explica el 9,0% y el segundo el 8,6%. Estos mismos centros representan el 2,0% y 1,9%, 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.

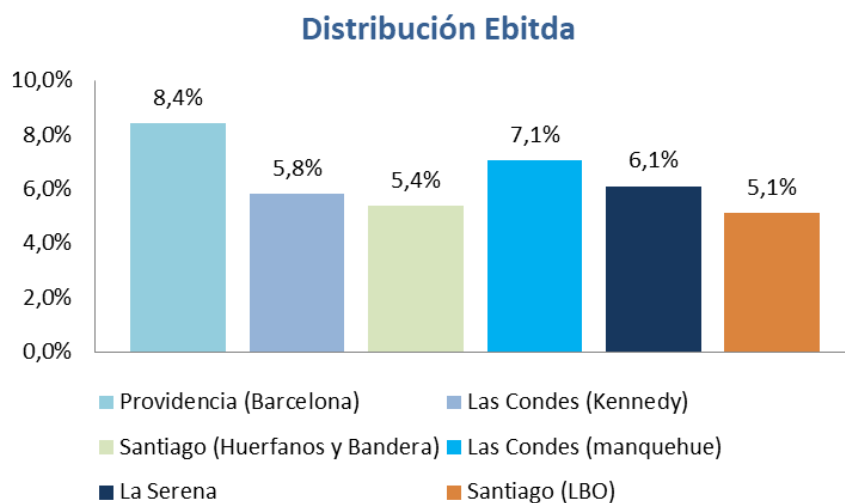
Ilustración 9
Distribución de los ingresos operacionales
(Como % de los ingresos de **Bupa**. Diciembre 2017)



Seis de los 39 centros ambulatorios representan cerca del 38,0% del EBITDA total generado por el *holding*.

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

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

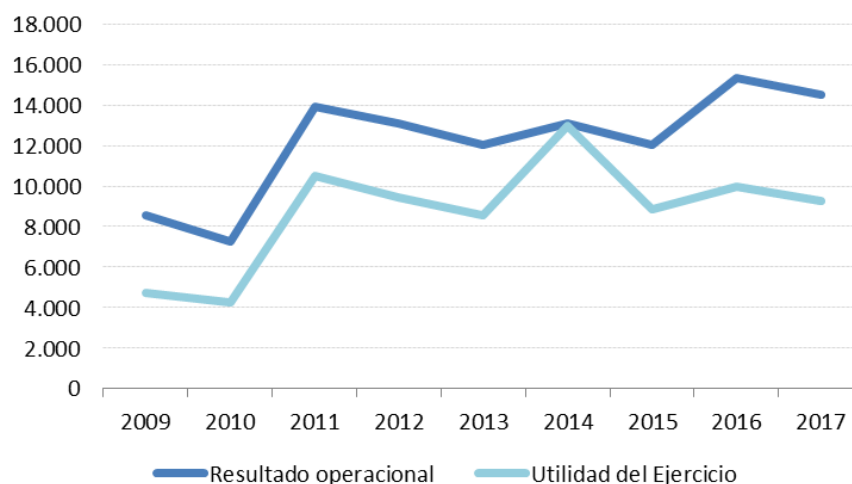


Evolución de los resultados

El resultado operacional y la utilidad del ejercicio de la empresa han sido fluctuantes en el periodo evaluado, sin embargo pero muestran una tendencia creciente en el tiempo alcanzando una tasa de variación promedio anual, entre 2009 y 2017, de 10,7% y 17,8%, respectivamente.

Durante 2017, los ingresos crecieron un 6,8%, respecto de 2016 principalmente por expansiones y remodelaciones de centros, mayor madurez de centros médicos ya operativos y mayores ingresos por la apertura de dos centros Sonorad en Santiago y un Integramédica en Copiapó. Los costos de venta crecieron un 7,9% por una mayor necesidad de dotación de personal y mayor costo de honorarios médicos e insumos por la apertura de los nuevos centros. Del mismo modo, los gastos de administración del segmento ambulatorio tuvieron un incremento igual a 8,3%, lo que provocó que el resultado operacional de la compañía disminuyera un 5,3%, mientras que la utilidad de este segmento bajara en un 6,9%, respecto de 2016.

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 148 camas y una superficie construida de 19.883 m².

Clínica Bupa Antofagasta fue adquirida en 2005, aunque inició sus operaciones en 1980. En 2010 se realizaron inversiones orientadas a remodelarla en términos de estructura y equipamiento, convirtiéndola en

la principal clínica de alta complejidad en el norte del país. Cuenta con 152 camas y una superficie construida de 10.946 m².

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 8.150 m².

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

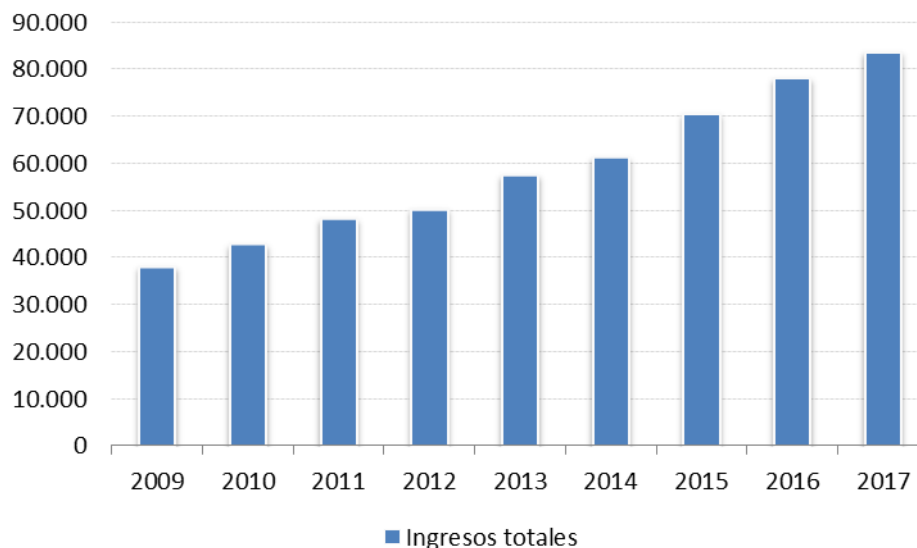
Estado de Resultados Área Hospitalaria								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos totales	42.809	48.248	50.354	57.614	61.367	70.616	78.207	83.799
Costo de ventas	-33.565	-37.802	-40.906	-43.962	-41.924	-46.285	-51.232	-54.803
Margen Bruto	9.244	10.446	9.448	13.652	19.443	24.331	26.975	28.996
Gastos de administración	-3.380	-4.103	-4.569	-5.988	-14.717	-17.816	-19.810	-23.180
Resultado operacional	6.258	5.518	5.231	5.061	4.726	6.515	7.165	5.817
Costos financieros	-1.199	-1.266	-1.050	-1.697	-1.680	-1.659	-1.682	-1.550
Utilidad del Ejercicio	3.890	3.155	4.517	2.672	1.318	6.190	7.193	5.856
EBITDA	8.377	8.996	7.651	8.275	8.280	10.072	10.798	9.309

Balance General Área Hospitalaria								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Corrientes	16.818	22.653	26.094	30.455	39.030	44.541	54.180	62.015
Activos No Corrientes	42.699	53.409	69.024	74.345	137.764	151.145	180.611	215.830
Total Activos	59.517	76.062	95.118	104.800	176.794	195.686	234.791	277.846
Pasivos Corrientes	10.071	12.378	17.127	20.506	28.249	32.738	50.771	58.904
Pasivos No Corrientes	22.936	24.382	23.487	22.288	38.409	46.927	62.758	90.305
Pasivos Totales	33.007	36.760	40.614	42.794	66.659	79.665	113.529	149.209
Patrimonio total	26.510	39.301	54.504	62.006	110.135	116.021	121.263	128.637
Patrimonio y Pasivos, Total	59.517	76.062	95.118	104.800	176.794	195.686	234.791	277.846
Deuda Financiera	22.810	23.912	24.831	29.379	44.150	56.295	72.957	103.390

Evolución de los ingresos

En el siguiente gráfico se muestran los ingresos consolidados, pudiendo apreciarse un aumento constante en todo el periodo evaluado.

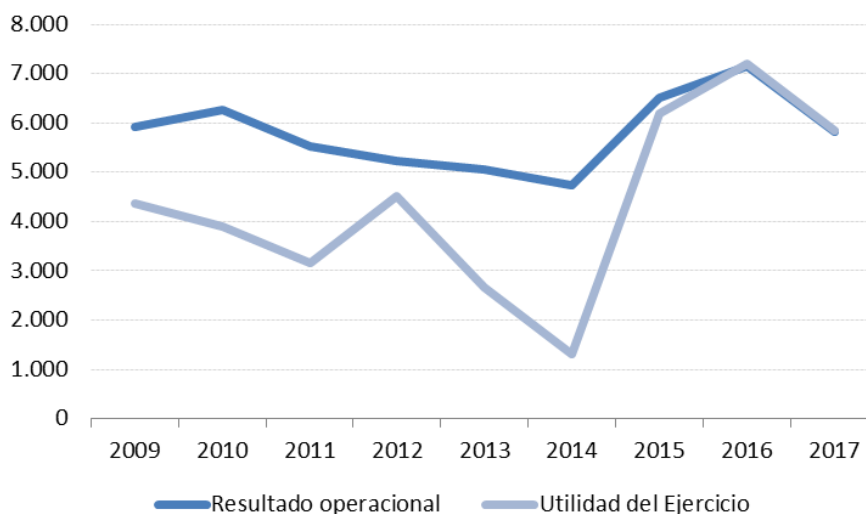
Ilustración 12
Evolución de los ingresos del área hospitalaria
(Millones de pesos)



Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los ingresos del segmento hospitalario crecieron un 7,2% a diciembre de 2017. Lo anterior, es producto de mayor actividad en las tres clínicas de la compañía y contribuyendo también la Clínica Service por un aumento en la actividad de días cama. El margen bruto de este segmento se incrementó en un 7,5% mientras que los gastos de administración mostraron un aumento de un 17,0%. Dado esto, el EBITDA de este segmento disminuyó un 13,8%, principalmente por un menor ritmo de crecimiento de los hospitales acompañado de un crecimiento orgánico de costos y gastos lo que lo lleva, además, a tener utilidad inferior en un 18,6% en comparación a la obtenida en 2016.

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



Análisis financiero de Bupa Chile¹⁰

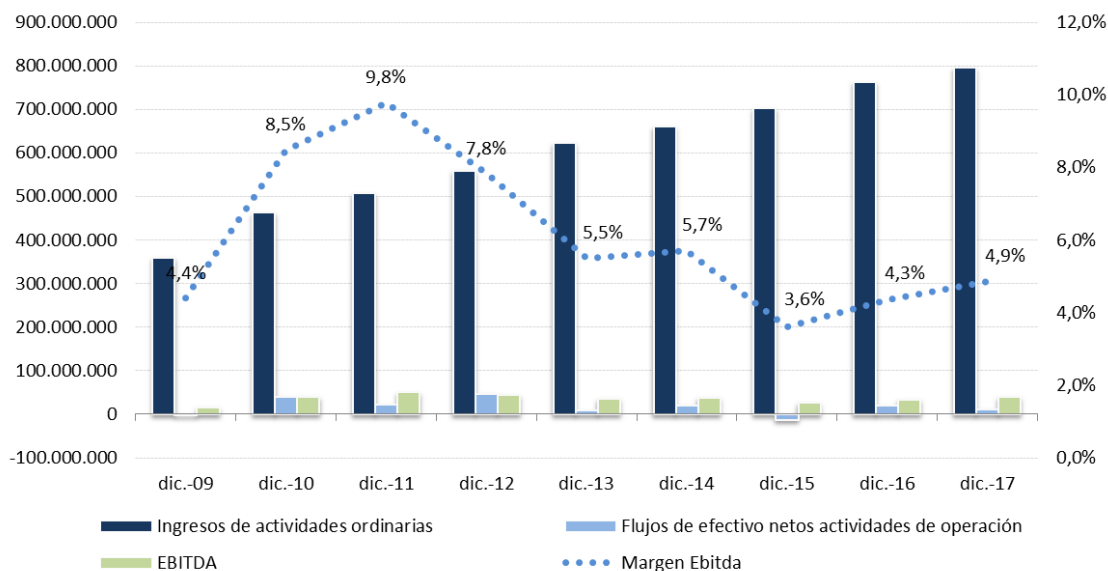
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Bupa Chile**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2017.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Bupa Chile alcanzó ingresos por \$795.161 millones en el período comprendido entre enero y diciembre 2017, lo que corresponde a un aumento de 4,3% respecto de 2016. 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 10,7% 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 2009-2017, 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.

¹⁰ Para efectos comparativos, las cifras presentadas en esta sección del informe están expresadas en pesos de diciembre de 2017.

Ilustración 14
Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de la operación
(Miles de pesos)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 31 de diciembre 2017, la deuda financiera del *holding* ascendía a \$172.477 millones, un 4,1% inferior a la que registraba al cierre del 2016 (\$179.915 millones). Del total de la deuda financiera, el 75,1% se concentraba en el largo plazo.

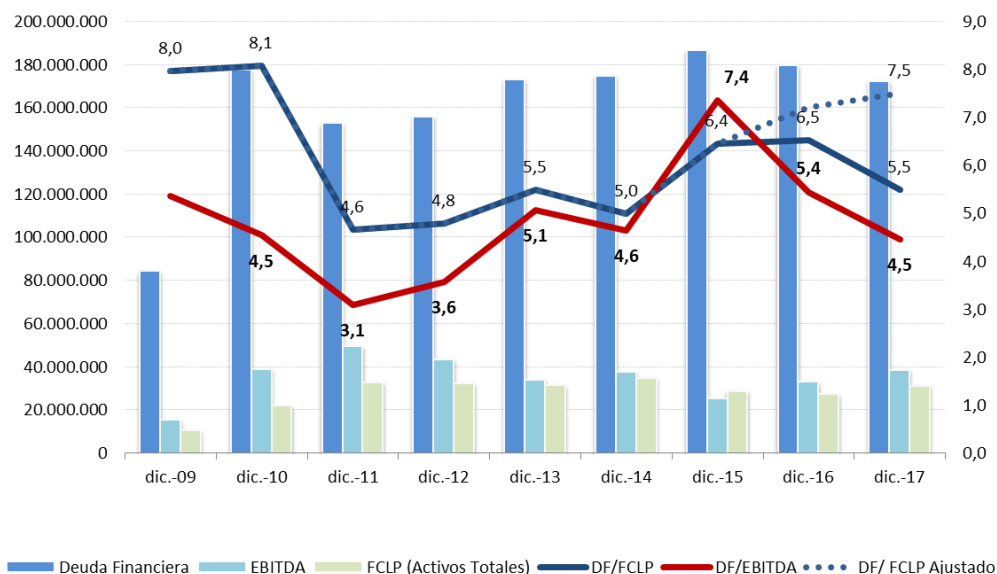
El endeudamiento relativo –medido como deuda financiera sobre EBITDA o Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP¹¹)– tuvo un descenso importante el año 2011, respecto a ejercicios anteriores, para posteriormente mantener variaciones moderadas, hasta 2015 donde experimenta un fuerte alza, explicado básicamente por el aumento en la deuda en el sector hospitalario producto de la construcción de la Clínica Santiago la cual ha venido disminuyendo en años posteriores. Finalmente, la relación deuda financiera sobre EBITDA disminuyó desde 5,4 veces, en 2016, a 4,5 veces en 2017. Del mismo modo, la relación entre deuda financiera (DF) y FCLP tuvo disminuyó de 6,5 veces a 5,5 veces a diciembre de 2017. Sin embargo, si consideramos la deuda con empresa relacionada, con su matriz internacional, durante 2017 por alrededor de \$55.000 millones, el indicador deuda financiera sobre FCLP alcanzaría las 7,5 veces, por lo tanto la disminución en la deuda financiera se debe, en parte, a traspaso de esta a préstamos con empresas relacionadas.

En la

Ilustración 15, se muestra la evolución de los indicadores:

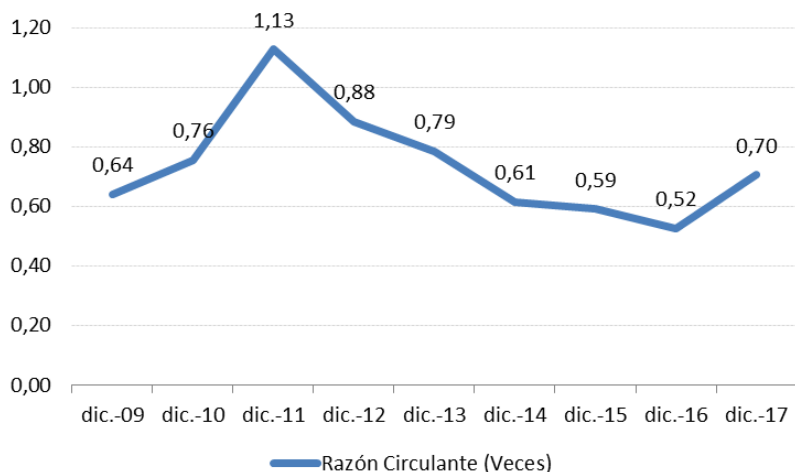
¹¹El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 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 circulante¹², salvo el 2011, ha sido persistentemente inferior a uno. A diciembre de 2017, la liquidez de la compañía cerró en 0,70 veces, mientras que el indicador a diciembre de 2016 era de 0,52 veces. Este aumento responde al incremento de un 33,9% en los activos corrientes principalmente reflejado en la cuenta efectivo y equivalentes al efectivo debido a una mayor actividad en las áreas de negocio, frente a una disminución de 0,3% de los pasivos corrientes de la compañía.

Ilustración 16
Evolución de la razón circulante
(Miles de pesos)



¹²Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante.

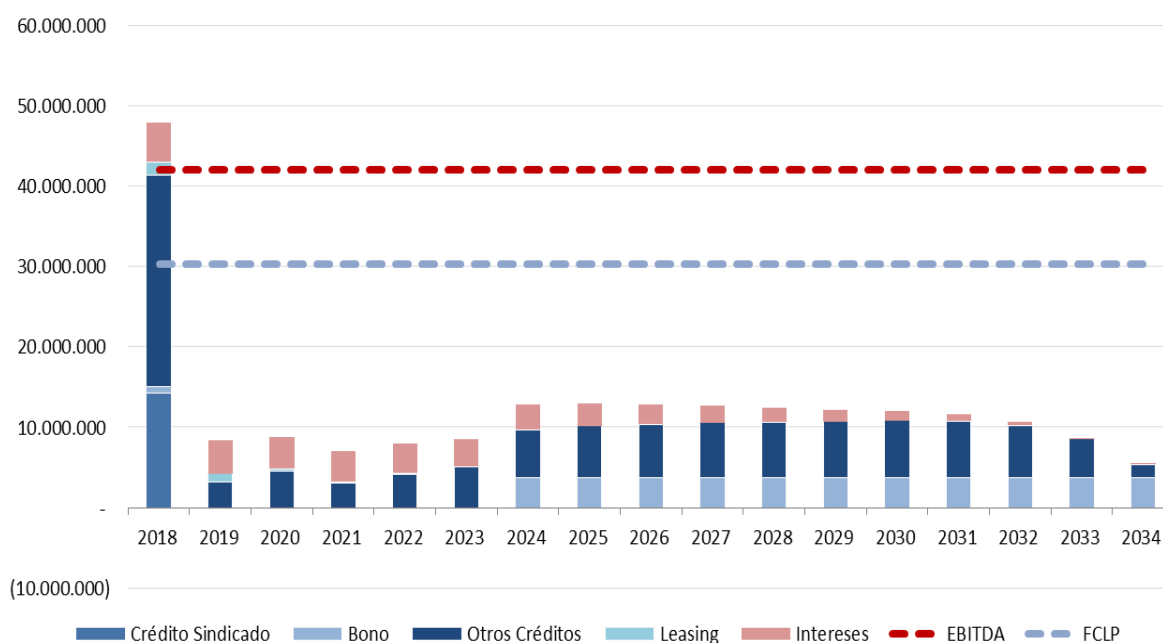
Flujos del emisor y perfil de pago de la deuda

El perfil de vencimientos de la compañía mantiene un importante pago en 2018, igual a \$47.893 millones (cifra incluye pago de intereses y amortizaciones), lo que supera los niveles de EBITDA generado en diciembre de 2017 por **Bupa**, iguales a \$42.065 millones, y los niveles de FCLP generados por la empresa, monto igual a \$30.244 millones. De esta manera, es posible observar nulas holguras para el pago anual de 2018.

De acuerdo con lo informado por la compañía, las amortizaciones de 2018 van a ser cubiertas, en parte, con una línea de crédito aprobada 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 (parte de esta línea de crédito se usó para pagar vencimientos de 2017 también). Además, la compañía tomó una deuda bancaria por aproximadamente \$15.000 millones con el propósito de financiar IVA de la construcción de la Clínica Bupa Santiago, la cual debe ser pagada el segundo semestre del año, lo que se espera financiar con la devolución anticipada de IVA desde SII.

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)

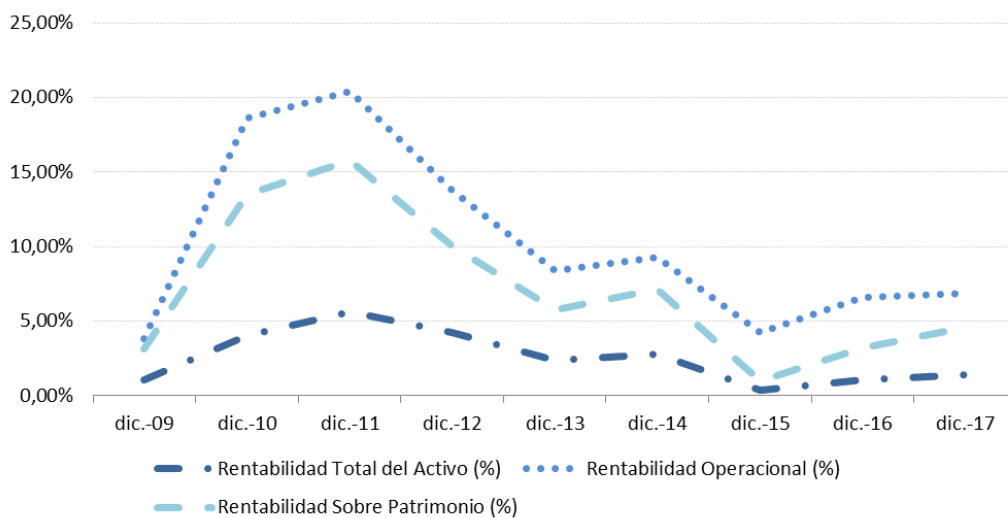


Evolución de la rentabilidad

En el siguiente gráfico, puede verse que a que en el período 2011 y 2015, 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.

Sin embargo, en 2016 y 2017, los ratios de rentabilidad han presentado una importante mejoría cerrando en 2017 en 1,42% la rentabilidad sobre el activo, 6,90% la rentabilidad operacional y en 4,60% la rentabilidad sobre patrimonio. Lo anterior, tiene su origen en el aumento de las utilidades obtenidas por la compañía en este periodo, dado principalmente por la recuperación en los resultados del segmento asegurador.

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 2017 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	19/06/2012 – Nº 722	19/06/2012 – Nº 723
Monto máximo ¹³	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.	

Covenants financieros			
	Líneas de bonos	dic-16	dic-17
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1,75 veces (trimestral)	0,72	0,5
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.	4,99	5,64

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

¹³ 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.