



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Verónica Vargas M.  
Tel. (56-2) 433 5200  
veronica.vargas@humphreys.cl

## Cruz Blanca Salud S.A.

Abril 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 diciembre 2012

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos 10 años Línea de bonos 30 años Serie 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
Ingresos totales	280.142	367.445	415.270	471.327
Costo de ventas	-240.176	-288.953	-321.223	-372.839
Margen Bruto	<b>39.965</b>	<b>78.492</b>	<b>94.048</b>	<b>98.488</b>
Gastos de administración	-36.142	-55.840	-61.060	-70.169
Resultado operacional	<b>5.682</b>	<b>23.430</b>	<b>34.238</b>	<b>29.503</b>
Costos financieros	-3.669	-7.043	-9.752	-8.163
Utilidad del Ejercicio	2.268	11.151	21.310	18.680
EBITDA	9.046	31.131	42.427	39.025

Balance General Consolidado IFRS					
MM \$	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12
Activos Corrientes	55.406	51.122	65.112	133.216	111.130
Efectivo y Equivalentes al Efectivo y Otros activos financieros	23.426	18.328	26.467	92.567	60.745
Activos No Corrientes	163.517	167.938	266.769	296.782	351.982
<b>Total Activos</b>	<b>218.923</b>	<b>219.060</b>	<b>331.880</b>	<b>429.999</b>	<b>463.112</b>
Pasivos Corrientes	73.798	79.952	86.228	119.185	129.719
Pasivos No Corrientes	72.397	66.472	153.331	130.965	143.178
Pasivos Totales	146.195	146.424	239.559	250.150	272.898
Patrimonio total	72.727	72.636	92.321	179.848	190.215
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>218.923</b>	<b>219.060</b>	<b>331.880</b>	<b>429.999</b>	<b>463.112</b>
Deuda Financiera	65.070	65.971	142.340	127.269	132.737

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Cruz Blanca Salud S.A. (Cruz Blanca)** es un *holding* del rubro salud que, a través de empresas filiales, participa en el negocio de seguros y de prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área. Sus subsidiarias operativas son Isapre Cruz Blanca, Integramédica (red de centros médicos) y tres clínicas ubicadas en las ciudades de Arica, Antofagasta y Viña del Mar. Si bien la sociedad se ha constituido recientemente como un *holding*, todas sus filiales presentan una larga trayectoria.

Durante 2012 la empresa alcanzó ventas consolidadas por cerca de \$ 471.327 millones (US\$ 982,0 millones<sup>1</sup>), aportando Isapre Cruz Blanca, Integramédica y las clínicas aproximadamente el 70%, 20% y 10% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, que en 2012 ascendió a \$ 39.025 millones (US\$ 81,5 millones), la distribución fue en torno al 36%, 45% y 19%, en el mismo orden. A la misma fecha la empresa mantenía deuda financiera por \$ 132.737 millones y un patrimonio por \$ 190.215 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Cruz Blanca** en “*Categoría A*” se ha considerado el desarrollo de un modelo de negocio consistente y con capacidad para crear valor, tanto por la sinergia que se logra entre las distintas filiales, como por ofrecer un servicio que presenta una demanda actual sólida y con tendencia al alza en el tiempo. En efecto, el seguro en salud, las atenciones médicas, los exámenes, laboratorios y hospitalizaciones, entre otras, son todas prestaciones con una mayor o menor correlación favorable entre sí, que al ser entregadas de forma integral permiten, además, mejorar la eficiencia en el control de costos. Por otra parte, la experiencia internacional muestra que el crecimiento económico del país (aumento del ingreso per cápita) y el envejecimiento de la población son factores que inciden fuertemente en el gasto en salud.

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 Cruz Blanca tiene una participación de mercado del orden del 21,6% en términos de ingresos, mientras que 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.

Paralelamente, como elemento positivo, se incluye el crecimiento persistente en los últimos cuatro años del ingreso y del EBITDA, tanto del conjunto de clínicas como de los centros médicos (Integramédica), que en el caso de estos últimos se refuerza por el acceso a economías de escala, que se ha traducido en un

<sup>1</sup>Tipo de cambio utilizado, al 31 de diciembre de 2012: \$ 479,96/US\$.

fortalecimiento del margen EBITDA/ingresos. Este desarrollo 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 Cruz Blanca, 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, en el pasado, aunque con otros controladores, la isapre presentó una rentabilidad negativa; además, las regulaciones a que está afecto el sector, así como un mejor desempeño de Fonasa, podrían incidir negativamente en la rentabilidad de largo plazo del negocio. Por otro lado, dada la correlación entre el pago de cotizaciones y el nivel de empleo, el seguro de salud privado es sensible a los ciclos económicos.

La necesidad de una clínica en la Región Metropolitana, por su parte, se explica por 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 **Cruz Blanca** dispone de centros de atención hospitalarios posicionados en sus respectivos segmentos de mercado.

Cabe señalar que en línea con lo anterior, el emisor ha adquirido un terreno de 42.000 mts<sup>2</sup> para la construcción de una clínica en Santiago, inversión que se estima alcanzaría los US\$170 millones, de los cuales, US\$20 millones ya fueron invertidos. 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 la solvencia de los deudores -básicamente Fonasa e isapres- y por la regulación a que están sometidas estas últimas, en particular aquellas normas que tienden a proteger el pago a los prestadores de los servicios de salud.

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

A futuro, la clasificación de **Cruz Blanca** 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 comenzará a construir en Santiago.

Para la mantención de la clasificación es necesario que el emisor mantenga estables sus niveles de endeudamiento relativo (considerando el mayor nivel de deuda esperado, producto de la emisión de bonos) y mantenga 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

### Fortalezas complementarias

- Filiales rentables por si 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 isapre: exposición a siniestralidad, regulaciones, sensibilidad a los ciclos recesivos (riesgo administrable, salvo en los aspectos regulatorios)
- Consolidación de la clínica en Santiago y riesgos propios de un proyecto de gran envergadura: sobrepazo 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)
- Riesgo de obsolescencia de equipos y sensibilidad a ciclos económicos (propio de la industria y administrable)

## Hechos recientes

Al 31 de diciembre 2012 los ingresos consolidados del grupo sumaron \$ 471.327 millones, lo que corresponde a un aumento de 13,5% respecto de 2011, lo que se explica básicamente por el incremento de las atenciones de los centros médicos, creciendo un 23% sus ingresos respecto de 2011, y por los mayores ingresos del área aseguradora (13%) como consecuencia del aumento en el número de cotizantes. El 70% de los ingresos provino de Isapre Cruz Blanca, el 20% de Integramédica y el 10% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta y Clínica San José). Los costos de explotación a diciembre 2012 han aumentado un 16,1% respecto de igual período de 2011; un incremento menor tuvo los gastos de administración y ventas, alcanzando un 14,9%.

El resultado operacional y del ejercicio mostraron una disminución respecto de diciembre 2011 (13,8% y 12,3% respectivamente). El EBITDA tuvo una variación negativa de 8,0%, llegando a \$ 39.025 millones en 2012, principalmente por el efecto de Isapre Cruz Blanca y las clínicas en su conjunto, que disminuyeron en un 12% y 14% respectivamente, su EBITDA, no pudiendo ser compensado con el incremento de 7,1% del área ambulatoria. Cabe señalar que los resultados de Integramédica el año 2011 se vieron incrementados por ingresos extraordinarios provenientes de indemnizaciones de seguros recibidas con motivo de las pérdidas ocasionadas por el terremoto de 2010, por lo que, si se compara el EBITDA del *holding* excluyendo este efecto, la caída es de 2%.

Con todo, **Cruz Blanca** finalizó el ejercicio del año 2012 con utilidades por \$ 18.680 millones, con una disminución del 12,3% respecto a 2011.

### Eventos recientes

Con fecha 19 de marzo de 2012 se acordó inscribir una o más líneas de bonos hasta por un máximo de UF 4.000.000. Los bonos que se emitan con cargo a esta línea estarán destinados a refinanciamiento de pasivos y/o al financiamiento de las inversiones del emisor o sus filiales.

El 29 de junio de 2012 se efectuó una colocación de bonos por UF 1.550.000 compuesta por 3.100 títulos de deuda de la serie A con valor nominal de UF 500 cada uno. El plazo del bono es de 21 años y la tasa anual es 4,23%.

El 18 de julio de 2012 **Cruz Blanca**, a través de sus filiales Servicios de Personal Clínico CBS Uno S.A. e Inversiones CBS SpA adquirió el 100% de la propiedad de Servicios Clínicos S.A. (99,9% y 0.1% respectivamente). Esta sociedad es uno de los principales prestadores de servicios de hospitalización domiciliaria del país y opera bajo la marca Clinical Service.

El 14 de septiembre las filiales Integramédica S.A. e Inversiones CBS SpA adquirieron el 100% de la propiedad de Sonorad I S.A., Sonorad II S.A. y Salud Fácil S.A., sociedades que operan bajo la marca "Sonorad", como centros de diagnósticos médicos.

El 11 de octubre de 2012 se creó una nueva filial llamada "Inversiones Clínicas CBS S.A." de la cual **Cruz Blanca** es dueña del 99,99% de las acciones.

El 9 de enero de 2013 se acordó la creación de una nueva filial llamada "Cruz Blanca Compañía de Seguros de Vida S.A." con un capital inicial de 120.000 UF dividido en 3.421.131 acciones nominativas, de una serie sin valor nominal. **Cruz Blanca** será dueña del 99,99% de las acciones.

## 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

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.

## Oportunidades y fortalezas

**Sinergia de las filiales operativas:** La relación entre el seguro de salud, los centros de atención médica y las clínicas, permite potenciar a cada uno de los negocios, facilita el control de costos, otorga conocimiento

respecto de toda la cadena que afecta a su demanda y genera un calce natural de la correlación inversa entre asegurador y prestador (por ejemplo, mayor frecuencia de exámenes perjudica la utilidad de las isapre, pero beneficia a las restantes filiales). Todo ello da una elevada fortaleza al modelo de negocio del grupo, reforzado además por la estabilidad de los resultados mostrados por Integramédica. A modo de ejemplo, se puede señalar que la existencia de centros médicos contribuyen al fortalecimiento de las clínicas o que la relación seguro-clínica permite captar los posibles márgenes que algunos de los negocios obtenga en perjuicio del otro.

**Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento:** La población en Chile está tendiendo a envejecer y la experiencia muestra que, por lo normal, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más; al compararse los resultados del censo de 2002 y 2012, se tiene que el índice de adulto mayor creció desde 44,0 a 67,1 (número de personas con edad igual o superior a 60 años por cada 100 menores de 15 años). Por otra parte, el gasto en salud se correlaciona positivamente con el ingreso per cápita de los países. En Chile, que gasta en torno al 8% del Producto Interno Bruto en este ítem, el consumo per cápita en bienes y servicios de salud es alrededor de US\$ 900 dólares, mucho menor al de los países desarrollados (que superan los US\$ 3.000 e incluso llegan a US\$ 8.000).

**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, Cruz Blanca y las clínicas en las ciudades que operan, representan una red de atención que cuenta con 24 centros médicos (16 Integramédica, seis Sonorad, Clínica Santa Lucía y Dra. Pilar Gazmuri), con más de cinco millones de atenciones anuales, sobre tres millones de exámenes e ingresos diversificados por consultas médicas, laboratorios, imagenología y atención dental. La isapre, por su parte, mantiene 78 sucursales en todo el país, cerca de 330.000 cotizantes (614.000 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 21,6% en términos de ingresos. Las clínicas, además de constituirse como los principales centro de alta complejidad en sus regiones, poseen una oferta conjunta de 366 camas promedio y un nivel de ocupación aceptable del 53%. A todo lo anterior se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria, que en el caso de las gerencias generales de las respectivas empresas implica una trayectoria que fluctúa entre los 19 y 30 años de experiencia.

**Desempeño satisfactorio y 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.

## Factores de riesgo

**Track record Isapre Cruz Blanca:** Esta inversión, que es la primera en términos de ingresos y la segunda en términos de EBITDA, ha mostrado bastante sensibilidad en sus resultados; entre el año 2008 y diciembre de 2011 pasó desde un EBITDA negativo a otro mayor a los \$ 16.000 millones. No obstante, se incluye como

atenuante el que hasta 2008 la isapre tenía otro grupo controlador y que a partir de ese momento ha exhibido resultados satisfactorio y acorde con lo del mercado el cual, en su conjunto, ha mostrado ser rentable.

**Riesgo del sistema isapre:** La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 85% y los gastos de administración son del orden del 12% 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 la Isapre se expresan en Unidades de Fomento). Por otra parte, teniendo en cuenta que el seguro obligatorio de salud está sujeto a regulaciones, que un porcentaje no menor de la ciudadanía tiende a percibir a la salud como un derecho que el Estado debe garantizar en forma relativamente igualitaria y que, además, este último actúa a través de Fonasa, se puede concluir que el sistema isapre presenta una particular exposición a cambios normativos que pueden afectar a los partícipes de la industria, ya sea directamente reduciendo su flexibilidad como agentes económicos, o indirectamente mejorando la salud pública (que para un segmento de la población actúa como alternativa a las isapres). Este factor de riesgo cobra mayor relevancia en una perspectiva de largo plazo y, en lo inmediato, se tiene el ejemplo de los cambios en la regulación 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, son muestras de que, aunque de disímiles características, el sector salud presenta particularidades que hacen que las normas que lo rigen sean comparativamente menos estables a las de otros sectores.

**Sensibilidad a ciclos recesivos:** Isapre Cruz Blanca, y el sistema en general, son sensibles a los periodos recesivos cuando éstos efectivamente llevan a un incremento significativo en el nivel de desempleo y, además, a problemas de liquidez por parte de los empleadores que impliquen una disminución en los pagos provisionales. No obstante, este riesgo se atenúa, puesto que los afiliados a las isapres pertenecen al grupo poblacional con empleo más estable y es dependiente de empresas comparativamente más solventes. En el caso de las clínicas y centros médicos, su exposición es mucho menor.

**Consolidación de clínica en Santiago:** Dentro del negocio de prestación de servicios de salud existe una fuerte sinergia entre los centros de atención médica y los centros hospitalarios, elemento que favorece la competitividad de los operadores. **Cruz Blanca**, 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 trece de los 16 centros de Integramédica. 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 tiene contemplado en el corto plazo la construcción de una clínica, con una inversión estimada de aproximadamente US\$ 170 millones. Si bien, al menos en términos teóricos, se tendería a fortalecer su modelo de negocio, la inversión conlleva los riesgos propios de todo proyecto (sobrepazo y sobrecosto) y la incertidumbre respecto a si la ejecución y operación de la clínica incrementarán, en definitiva, el valor de la empresa.



**Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar:** El principal centro médico de Integramédica así como la principal clínica, por separado, generan un EBITDA que representa entre el 8% y 10% del total del *holding* (según resultados 2011-2012). Con todo, se reconoce que ciertos tipos de eventos, desde una perspectiva financiera, pueden ser atenuados vía seguros. Por otra parte, existe una concentración de deudores, básicamente isapres y Fonasa, escenario que no debiera experimentar cambios relevantes en el mediano plazo. Aun así se reconoce que se trata de deudas de muy corto plazo y que la regulación de las isapres, en particular las referidas a la constitución de reservas (garantías) para sus obligaciones con los prestadores de salud, reduce significativamente la probabilidad de manifestación de este riesgo (no obstante, persiste la fuerte magnitud del mismo).

**Obsolescencia de infraestructura médica:** El rápido avance de la ciencia aplicada, proceso no ajeno al campo de la medicina, lleva a la recurrente necesidad de actualizar el equipamiento buscando tecnología avanzada, situación que presiona la caja de las empresas. Sin embargo, se reconoce que la extensa red del grupo podría permitir la reubicación de los equipos y que el uso de *leasing* operativo y/o financiero reduce las necesidades de inversión directa.

## Antecedentes generales

### Descripción del *holding*

**Cruz Blanca** es un *holding* compuesto por Isapre Cruz Blanca, Clínica Reñaca, Clínica San José, Clínica Antofagasta e Integramédica, todas empresas que operan dentro del sector salud. Si bien comenzó a constituirse en 1999 con la compra de la Clínica Reñaca por parte del grupo Said y, posteriormente, se fue potenciando mediante la incorporación de nuevas unidades operativas, todas las empresas tienen una extensa trayectoria en sus respectivos mercados, como muestra el siguiente cuadro:

Filial	Año de Adquisición	Año de Constitución
Clínica Reñaca	1999	1982
Clínica Antofagasta	2005	1980
Clínica San José	2007	1991
Isapre ING	2008	1981
Integramédica	2010	1995

### Propiedad

A diciembre de 2012 el capital de la sociedad ascendía a \$ 65.253 millones, distribuido entre 637.650.000 acciones suscritas y pagadas, siendo su principal accionista el grupo Said, conglomerado económico con participación en empresas como Embotelladora Andina, Envases del Pacífico y Parque Arauco.

<b>Sociedad</b>	<b>% de la propiedad</b>
Fondo de Inversión Privado Costanera	40,64%
Banco Itaú por Cuenta de Inversionistas	13,24%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	5,21%
Fondo de Inversión Larrain Vial Beagle	4,04%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros No Residentes	3,41%
Celfin Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	2,97%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	2,50%
Celfin Capital SA Corredores de Bolsa	1,91%
AFP Habitat SA para Fdo Pensión C	1,83%
Siglo XXI Fondo de Inversión	1,71%
Im Trust SA Corredores de Bolsa	1,34%
AFP Habitat SA Fondo Tipo Bolsa	1,19%

## Directorio y ejecutivos

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

<b>Cargo</b>	<b>Nombre</b>
Presiedente del Directorio	Salvador Said
Director	Marcis Büchi
Director	Álvaro Erazo
Director	Felipe Larrain
Director	Rodrigo Muñoz
Director	Álvaro Fischer

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

<b>Cargo</b>	<b>Nombre</b>
Gerente General	Andrés Varas
Gerente de Finanzas	Marcelo Bermúdez
Gerente de Desarrollo	Fernando Soza
Gerente de Estudios	David Decker
Fiscal	Oscar Zarhi

## Líneas de negocio

Los ingresos de la compañía provienen de tres segmentos, los cuales operan como una red y apoyan las sinergias comerciales y de costos: aseguradora (Isapre Cruz Blanca), servicios hospitalarios (clínicas) y servicios ambulatorios (Integramédica).

**Área aseguradora:** Compuesta por Isapre Cruz Blanca, la que actualmente tiene una participación de mercado de 21,6% en términos de ingresos. Sus ingresos representaron aproximadamente el 70% de los ingresos del *holding* en 2012.

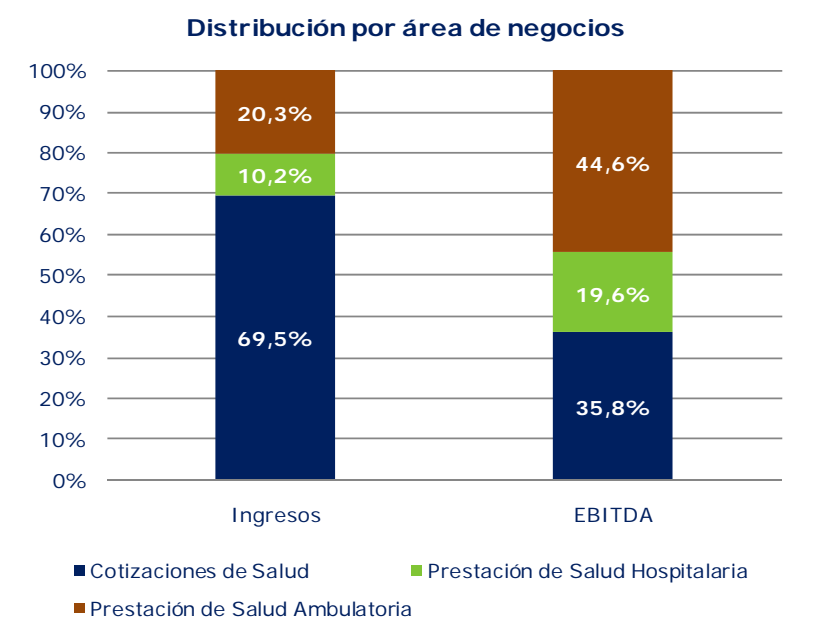
**Área prestadora hospitalaria:** Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta y Clínica San José, ubicadas en la regiones de Valparaíso, Antofagasta y de Arica y Parinacota, respectivamente, con un total de 366 camas promedio y una ocupación promedio de 56% los últimos tres años. Representan cerca del 10% de los ingresos totales.

**Área prestadora ambulatoria:** Compuesta por Integramédica (uno de los principales prestadores de salud ambulatoria privada de país), Sonorad, Clínica Santa Lucía y Consulta Dra. Pilar Gazmuri. Cuenta con 24 centros médicos distribuidos en cuatro regiones (20 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 20% de los ingresos del *holding*.

**Área internacional:** Cabe señalar que desde hace un tiempo la compañía opera en Perú a través del negocio ambulatorio, aun cuando dicho negocio aún representa una proporción reducida de los ingresos del *holding*.

## Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* entre enero y diciembre de 2012 fueron \$ 471.327 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$ 39.025 millones. La distribución de estos indicadores fue la siguiente:



Es importante señalar que si bien la Isapre Cruz Blanca aportó el 69,5% de los ingresos, su EBITDA en términos absolutos es muy menor al que genera la atención ambulatoria a través de Integramédica, la que, participando en un 19,6% en los ingresos totales, aporta un 44,6% al EBITDA del grupo. Ocurre lo mismo con el aporte del área hospitalaria, que sólo con una participación de 10,2% en los ingresos, genera un EBITDA de 19,6%. Esto se explica porque, en términos relativos, los costos asociados al área aseguradora son mayores y, por ende, su margen mucho menor. Así, el margen de EBITDA<sup>2</sup> del área hospitalaria es en torno a un 15%, el del área ambulatoria aproximadamente de 18% y el del área aseguradora de sólo un 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**

Los activos totales del *holding* a diciembre de 2012 alcanzaron a \$ 463.112 millones, un 7,7% sobre el resultado a diciembre de 2011. Tal aumento se explica principalmente por los activos adquiridos el último período, tales como Clínica Santa Lucía, Clinical Service y Sonorad.

Con relación a la distribución de los activos por área, son las clínicas las que mostraron un mayor incremento en sus activos, llegando a \$ 97.783 millones, un 28,6% mayor a lo registrado a diciembre 2011. Por otro lado, el área ambulatoria tiene activos por \$ 153.689 millones, un 5,0% inferior a lo que muestra su balance a diciembre 2011. Por último, Isapre Cruz Blanca muestra un total de activos que es 10,0% superior a diciembre de 2011, llegando a \$ 123.217, los cuales se distribuyen en porciones similares tanto en el corto como en el largo plazo.

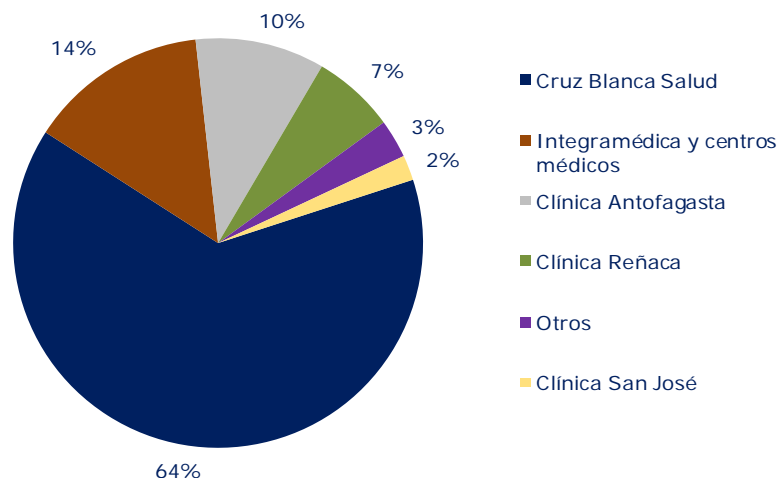
La deuda financiera del grupo a diciembre de 2012 ascendía a \$ 132.737 millones, aumentando un 4,3% respecto a 2011 (\$ 127.269 millones). Según datos a diciembre de 2012, la mayor parte de la deuda corresponde al *holding* de manera individual y ascendió a \$ 84.598 millones. Integramédica mostró una deuda de \$ 18.746 millones y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$ 24.700 millones. Cabe señalar que el 85% de la deuda se concentra en el largo plazo, y corresponde principalmente a obligaciones con bancos (56%) y bonos (27%).

La distribución por filiales se puede ver en el siguiente gráfico:

---

<sup>2</sup> Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos

**Distribución Deuda Financiera**



## Descripción líneas de negocios

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

### Área aseguradora

Integrada por la Isapre Cruz Blanca, presente en el mercado desde 1981, cuando se inició el sistema privado de seguros de salud en Chile. En 1999 fue adquirida por el grupo Aetna, quedando en el mercado bajo el nombre de Aetna Salud. En 2001 pasó a manos del grupo ING Chile, naciendo ING Salud Isapre. En 2008 se retomó la marca Isapre Cruz Blanca al ser adquirida por el Grupo Said y el Fondo de Inversiones Linzor Capital. Ese mismo año el grupo adquirió Isapre Normédica (presente en Antofagasta) para mejorar la posición de Cruz Blanca en el mercado de las isapres.

Actualmente, la empresa cuenta con 78 sucursales distribuidas a lo largo del país. A diciembre de 2012 alcanzaba los 330.000 cotizantes y más de 614.000 beneficiarios.

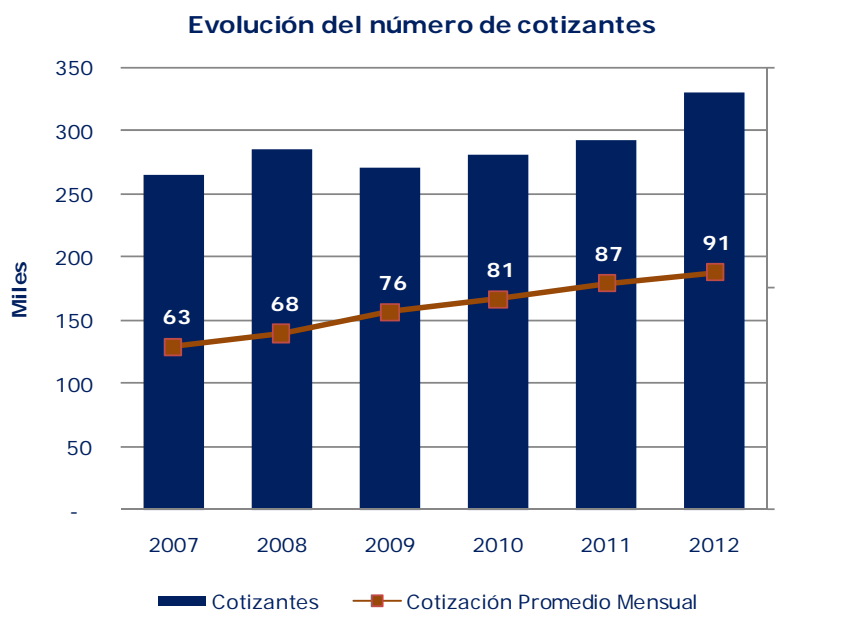
Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

Estado de Resultados Isapre Cruz Blanca SA				
MM \$	2009	2010	2011	2012
Ingresos totales	247.085	270.961	304.772	343.246
Costo de ventas	-216.613	-227.528	-256.682	-295.413
Margen Bruto	<b>30.473</b>	<b>43.433</b>	<b>48.090</b>	<b>47.833</b>
Gastos de administración	-32.625	-34.613	-34.558	-36.484
Resultado operacional	<b>1.517</b>	<b>9.991</b>	<b>14.327</b>	<b>12.368</b>
Costos financieros	0	0	0	0

Utilidad del Ejercicio	-622	7.949	13.705	11.453
EBITDA	2.418	11.046	15.911	14.215

<b>Balance General Isapre Cruz Blanca SA</b>				
<b>MM \$</b>	<b>31-dic-09</b>	<b>31-dic-10</b>	<b>31-dic-11</b>	<b>31-dic-12</b>
Activos Corrientes	36.480	58.421	58.531	58.001
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	15.708	18.409	24.079	26.397
Activos No Corrientes	54.001	50.091	53.453	65.216
<b>Total Activos</b>	<b>90.481</b>	<b>108.511</b>	<b>111.983</b>	<b>123.217</b>
Pasivos Corrientes	58.969	74.127	84.181	93.002
Pasivos No Corrientes	8.021	9.612	3.030	5.442
Pasivos Totales	66.990	83.738	87.210	98.444
Patrimonio total	23.491	24.773	24.773	24.773
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>90.481</b>	<b>108.511</b>	<b>111.983</b>	<b>123.217</b>
Deuda Financiera	0	0	0	0

A continuación se presenta una gráfica de la evolución de los cotizantes y su aporte promedio mensual:



## Evolución de los ingresos

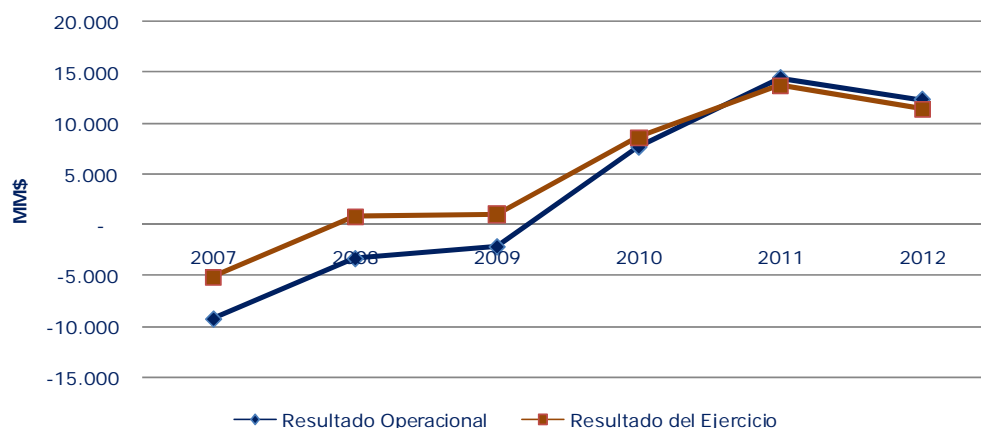
Tal como muestra el gráfico, los ingresos han aumentado desde el año 2007, en 2008 la variación fue mayor respecto de otros periodos (17% contra 6% y 3% en los años siguientes) y se debió a la fusión con la Isapre Normédica. Si, para efectos comparativos, incluimos los ingresos de Normédica en 2007, los ingresos totales aumentaron un 8% el siguiente año.



## Evolución de los resultados

Como se aprecia en el siguiente gráfico, el resultado operacional y del ejercicio ha evolucionado positivamente. En la práctica se revirtieron las pérdidas que la isapre presentaba con los antiguos controladores, resultados que se contrastaban negativamente con las ganancias que obtenía el resto del mercado de salud privada a la misma fecha. La mayor eficiencia se logró producto de una serie de medidas adoptadas por la nueva administración, entre las que se pueden mencionar: adecuación de las tarifas de los planes, mejoramiento de la gestión de cobranza, control de las licencias médicas y cambio de imagen corporativa. Los resultados de la empresa mostraron una tendencia creciente hasta 2011, no obstante en el ejercicio de 2012 se observa una leve disminución en los resultados debido al incremento en los niveles de siniestralidad que no pudieron ser compensados por el crecimiento de los ingresos que generó el aumento en el número de cotizantes.

**Evolución del Resultado Operacional y Resultado del Ejercicio  
Isapre Cruz Blanca**

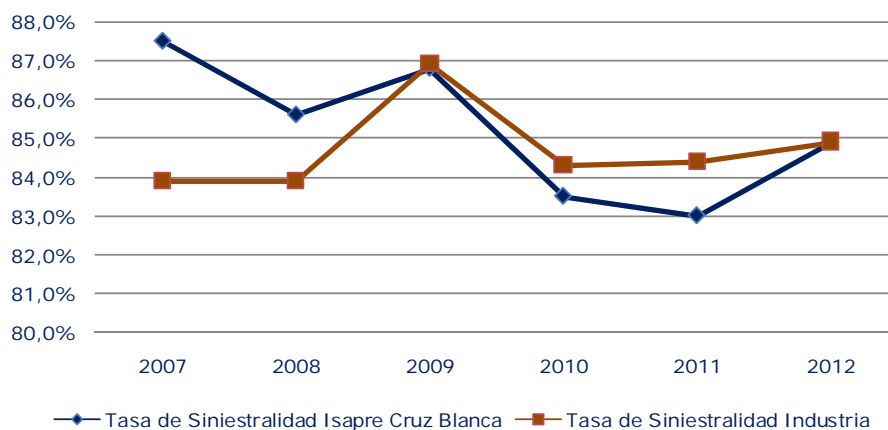


## Siniestralidad

Desde la toma de control de los actuales accionistas de la isapre, ésta ha tendido a presentar un nivel de siniestralidad igual o inferior al del mercado en su conjunto, estimándose que en el largo plazo se debiera situar en torno al 85%.

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

**Tasa de Siniestralidad**



## Área prestadora ambulatoria

Esta área está compuesta principalmente por Integramédica S.A., sociedad constituida en 1995 y que está orientada a la prestación de servicios médicos ambulatorios e integrales en todas las especialidades. La empresa cuenta con una red de 16 centros de atención y un laboratorio clínico con 27 puntos de toma de muestra, realizando alrededor de cuatro millones de exámenes anuales. Tiene presencia en tres regiones del



país: Metropolitana, Coquimbo y Biobío, las que concentran el 56% 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).

Por otra parte están los recientemente adquiridos centros médicos: Sonorad, Consulta Dra. Pilar Gazmuri y Clínica Santa Lucía.

Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

<b>Estado de Resultados Integramédica SA y Filiales</b>				
<b>MM \$</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Ingresos totales	64.751	66.926	81.355	100.306
Costo de ventas	-40.898	-41.661	-45.800	-58.896
<b>Margen Bruto</b>	<b>23.853</b>	<b>25.265</b>	<b>35.555</b>	<b>41.410</b>
Gastos de administración	-16.799	-16.970	-22.774	-28.554
<b>Resultado operacional</b>	<b>8.542</b>	<b>7.184</b>	<b>13.931</b>	<b>13.094</b>
Costos financieros	-3.577	-2.205	-3.952	-3.334
Utilidad del Ejercicio	4.739	4.205	10.507	9.428
EBITDA	12.396	10.980	17.627	17.573

<b>Balance General Integramédica SA y Filiales</b>				
<b>MM \$</b>	<b>31-dic-09</b>	<b>31-dic-10</b>	<b>31-dic-11</b>	<b>31-dic-12</b>
Activos Corrientes	4.655	7.166	11.915	11.616
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	399	1.442	7.821	975
Activos No Corrientes	32.083	138.141	145.347	141.496
<b>Total Activos</b>	<b>36.738</b>	<b>145.307</b>	<b>157.262</b>	<b>153.112</b>
Pasivos Corrientes	9.307	8.581	15.643	20.405
Pasivos No Corrientes	15.423	46.994	45.023	30.976
Pasivos Totales	24.730	55.575	60.667	51.381
Patrimonio total	12.008	89.732	96.596	101.731
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>36.738</b>	<b>145.307</b>	<b>157.262</b>	<b>153.112</b>
Deuda Financiera	11.845	41.415	44.135	18.746

### **Evolución de los ingresos**

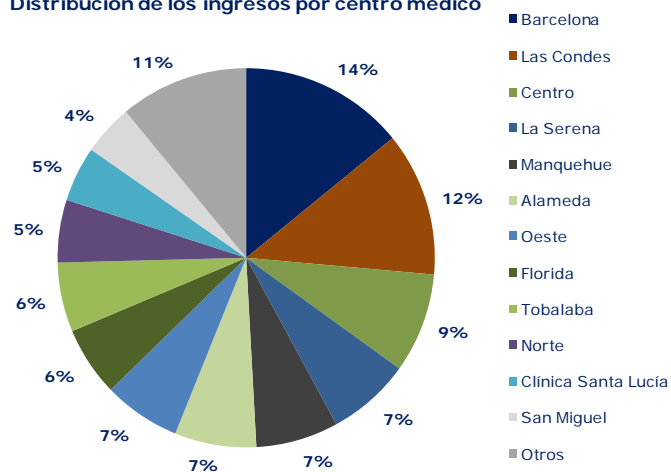
Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a tasas promedio de 15% anual. Si comparamos los ingresos de diciembre 2012 con el mismo período de 2011, se observa un aumento aún mayor, de 23%.



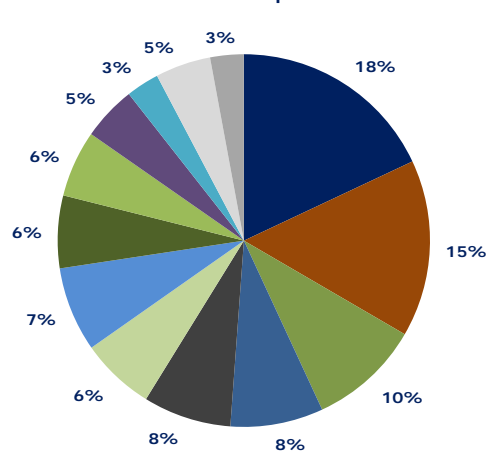
La empresa cuenta con 16 centros médicos, de los cuales dos fueron inaugurados en 2012; por lo tanto, aún no alcanzan su completa madurez (que para un centro médico es de doce a 18 meses).

En los siguientes gráficos puede verse que los ingresos y el EBITDA se concentran en tres centros médicos con niveles de, en el caso de este último, 18% (Barcelona), 15% (Las Condes) y 10% (Centro) respectivamente.

**Distribución de los ingresos por centro médico**



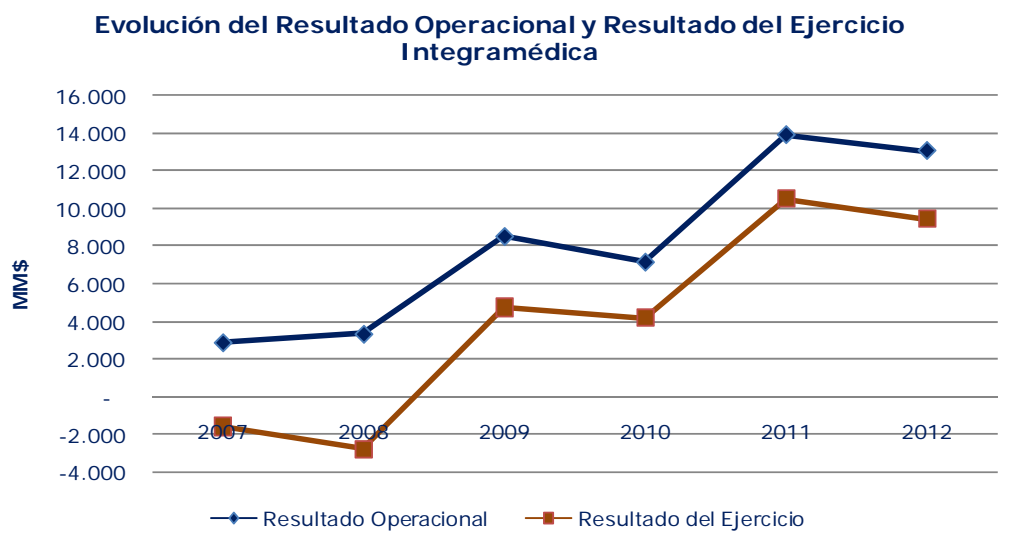
**Distribución del EBITDA por centro médico**



### Evolución de los resultados

Los resultados de la empresa han sido fluctuantes. A diciembre de 2011 mostró un aumento importante respecto de 2010 (94% en el resultado operacional y 150% en el resultado del ejercicio), para disminuir

durante 2012, aunque manteniéndose en niveles superiores a los obtenidos en años anteriores, con la excepción de 2011. 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 ser proveedor preferente de Isapre Cruz Blanca).



## Área prestadora hospitalaria

El área de prestaciones hospitalarias está integrado por tres clínicas, ubicadas en Arica, Antofagasta y Viña del Mar.

Clínica Reñaca fue adquirida por el Grupo Said en 1999, pero inició sus operaciones en 1982, y es la principal clínica de alta complejidad de la Región de Valparaíso, contando con 162 camas y una superficie construida de 15.655 m<sup>2</sup>. En términos de ingresos, ésta clínica representa el 46% de los provenientes de prestaciones hospitalarias y un 38% con respecto al EBITDA.

Clínica 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 13.753m<sup>2</sup>. En términos de ingresos, ésta unidad representa el 44% de los provenientes de prestaciones hospitalarias y un 50% con respecto al EBITDA.

Clínica San José está ubicada en Arica, no tiene competidores directos y genera una alta rentabilidad al grupo. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 44 camas y una superficie

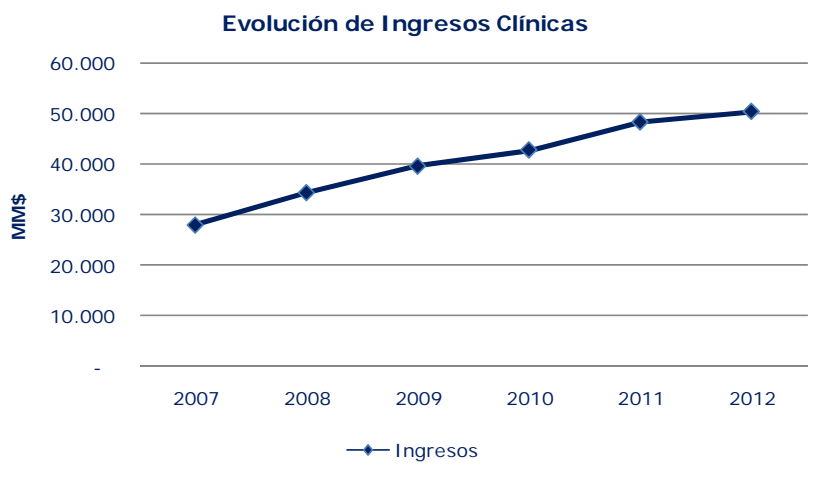
construida de 7.506m<sup>2</sup>. En términos de ingresos, representa el 10% de los provenientes de prestaciones hospitalarias, y con respecto al EBITDA, el 11%.

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

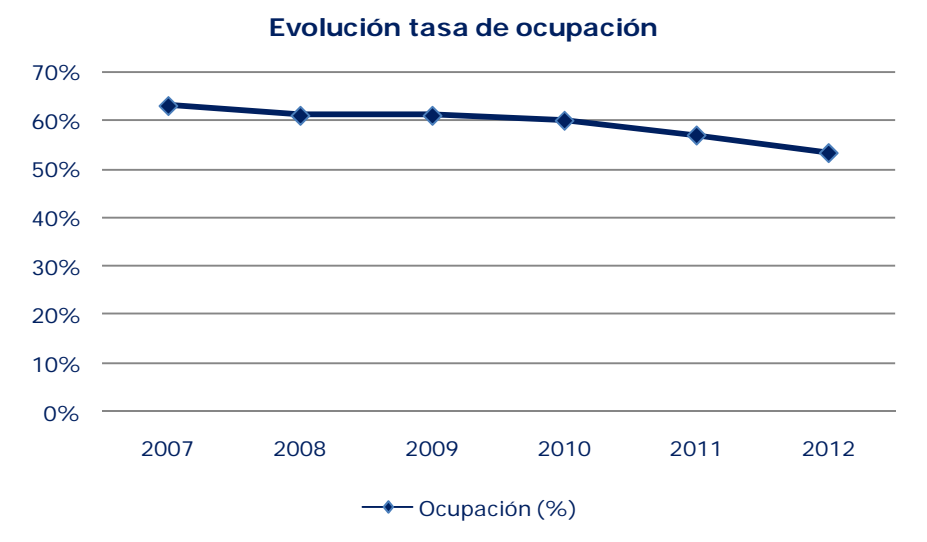
<b>Estado de Resultados Área Hospitalaria</b>				
<b>MM \$</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Ingresos totales	38.098	42.809	48.248	50.354
Costo de ventas	-29.436	-33.565	-37.802	-40.830
<b>Margen Bruto</b>	<b>8.662</b>	<b>9.244</b>	<b>10.446</b>	<b>9.524</b>
Gastos de administración	-2.843	-3.380	-4.103	-4.541
<b>Resultado operacional</b>	<b>5.921</b>	<b>6.258</b>	<b>5.518</b>	<b>5.223</b>
Costos financieros	-960	-1.199	-1.266	-1.048
Utilidad del Ejercicio	4.355	3.890	3.771	4.143
<b>EBITDA</b>	<b>8.099</b>	<b>8.771</b>	<b>8.170</b>	<b>7.994</b>

<b>Balance General Área Hospitalaria</b>				
<b>MM \$</b>	<b>31-dic-09</b>	<b>31-dic-10</b>	<b>31-dic-11</b>	<b>31-dic-12</b>
Activos Corrientes	13.665	15.905	22.342	25.145
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.093	1.008	3.432	1.164
Activos No Corrientes	31.874	33.167	49.503	55.437
<b>Total Activos</b>	<b>45.539</b>	<b>49.072</b>	<b>71.845</b>	<b>80.582</b>
Pasivos Corrientes	10.475	8.827	11.825	16.423
Pasivos No Corrientes	19.418	22.671	24.382	23.300
Pasivos Totales	29.893	31.499	36.208	39.723
Patrimonio total	15.646	17.573	35.638	40.860
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>45.539</b>	<b>49.072</b>	<b>71.845</b>	<b>80.582</b>
Deuda Financiera	20.365	22.810	23.912	24.831

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



En contraposición puede verse también, a nivel consolidado, la evolución de la tasa de utilización a diciembre de 2012.



## Análisis financiero de Cruz Blanca

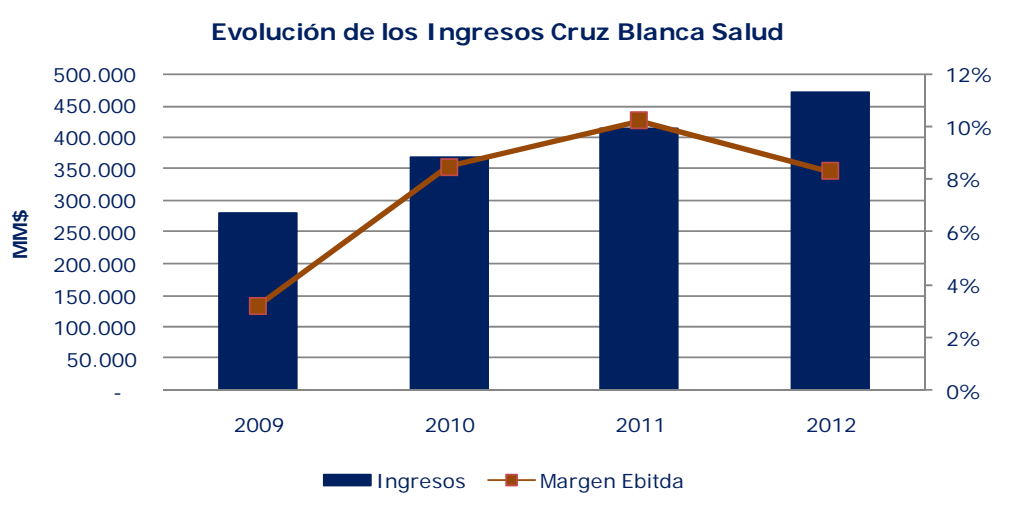
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cruz Blanca**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2012.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

**Cruz Blanca** alcanzó ingresos por \$ 471.327 millones en el período comprendido entre enero y diciembre 2012, lo que corresponde a un aumento de 13% respecto de 2011. 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 19% anual, lo que se debe principalmente a la incorporación de nuevas líneas de negocio y las sinergias surgidas por la integración de las tres áreas productivas. Además, la incorporación en 2010 de Integramédica fue muy beneficiosa, ya que esta área de negocios aporta el 45% del EBITDA total, aún participando sólo con un 20% en los ingresos.

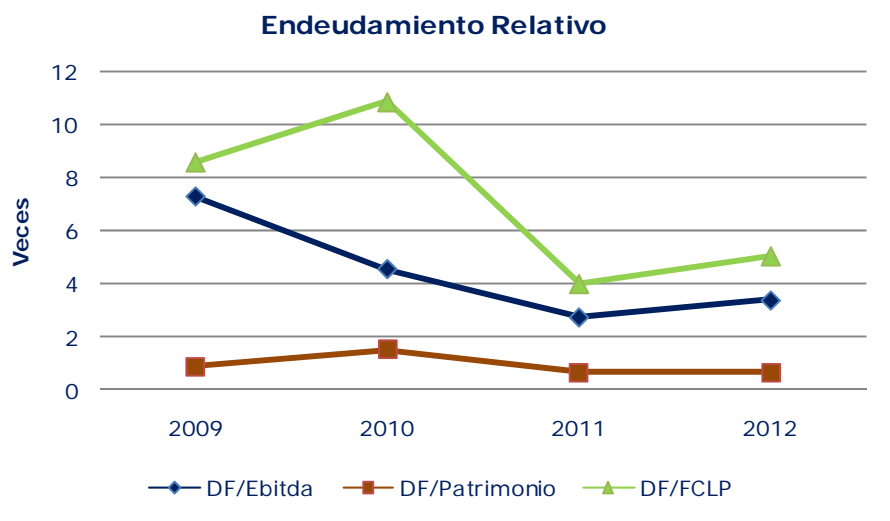
La tasa de eficiencia, medida como gastos de administración y ventas sobre los ingresos, fue de 14,9% a diciembre de 2012, aumentando levemente respecto de diciembre del año anterior, cuando alcanzó un 14,7%. Esto se debió a un aumento en los gastos de administración y venta debido, entre otras cosas, a los centros médicos recientemente inaugurados.



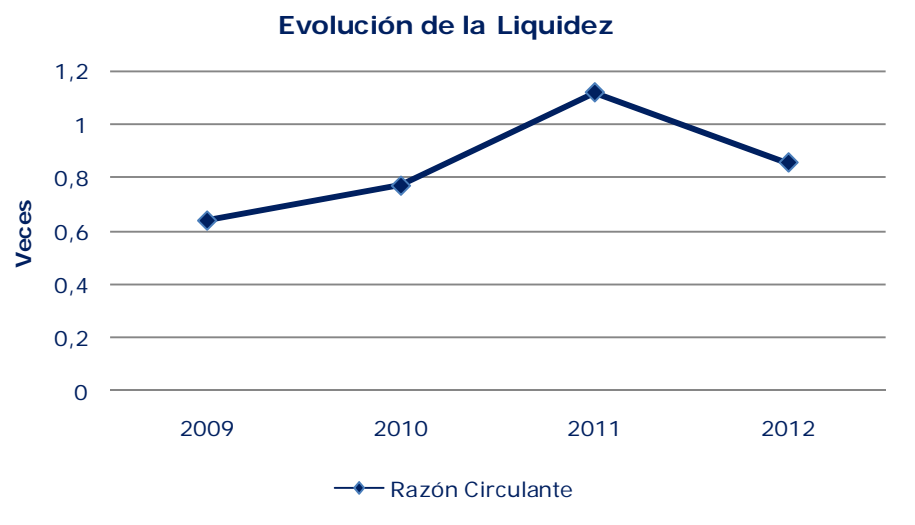
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera del *holding* al 31 de diciembre 2012 ascendía a \$ 132.737 millones, un 4,3% superior a la que registraba al cierre del 2011 (\$ 127.269 millones). De ésta, el 85% se concentraba en el largo plazo. El aumento significativo del año 2010 respecto a 2009 (241%) correspondió a un crédito sindicado destinado a refinanciar pasivos y adquirir Integramédica.

En el siguiente gráfico se observan los niveles de endeudamiento relativo de la compañía:



En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante<sup>3</sup>, salvo el 2011, ha sido inferior a uno.

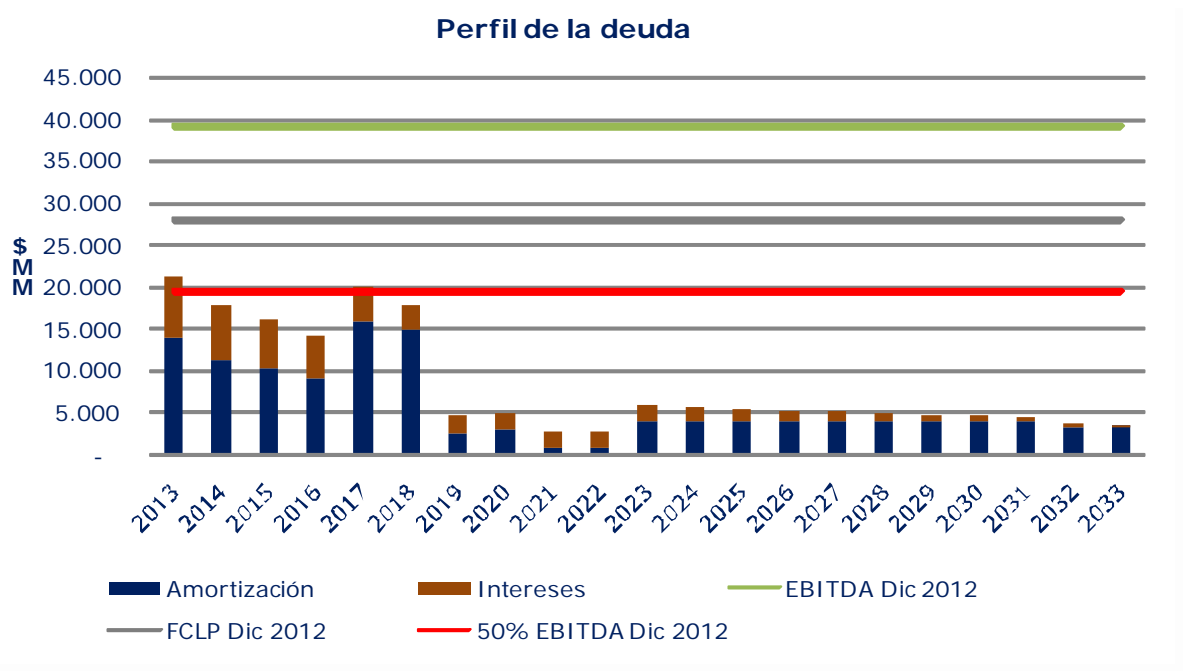


## Flujos del emisor y perfil de pago de la deuda

De acuerdo con las estimaciones de la clasificadora, dado el nivel de activos de la compañía y el rendimiento exhibido en el pasado, su flujo de caja de largo plazo (antes de inversiones y pago de dividendos) debiera fluctuar entre los \$ 28.200 millones y los \$ 29.500 millones, más que suficiente para responder a sus obligaciones financieras anuales, las cuales tienen su máximo en los años 2017 y 2018, llegando a \$ 16.000 millones.

<sup>3</sup>Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante

A continuación se muestra el plan de amortizaciones anuales de la deuda del *holding* actualmente vigente. Como se observa en el gráfico, la posición de la compañía es holgada para el cumplimiento de sus obligaciones financieras. Para sensibilizar los flujos, el EBITDA de diciembre de 2012 fue disminuido en un 50%, lo que implica que la compañía, frente a un mal escenario, aún es capaz de generar el flujo suficiente para cubrir su deuda financiera. Lo mismo ocurre si consideramos el indicador flujo de caja de largo plazo (FCLP<sup>4</sup>).



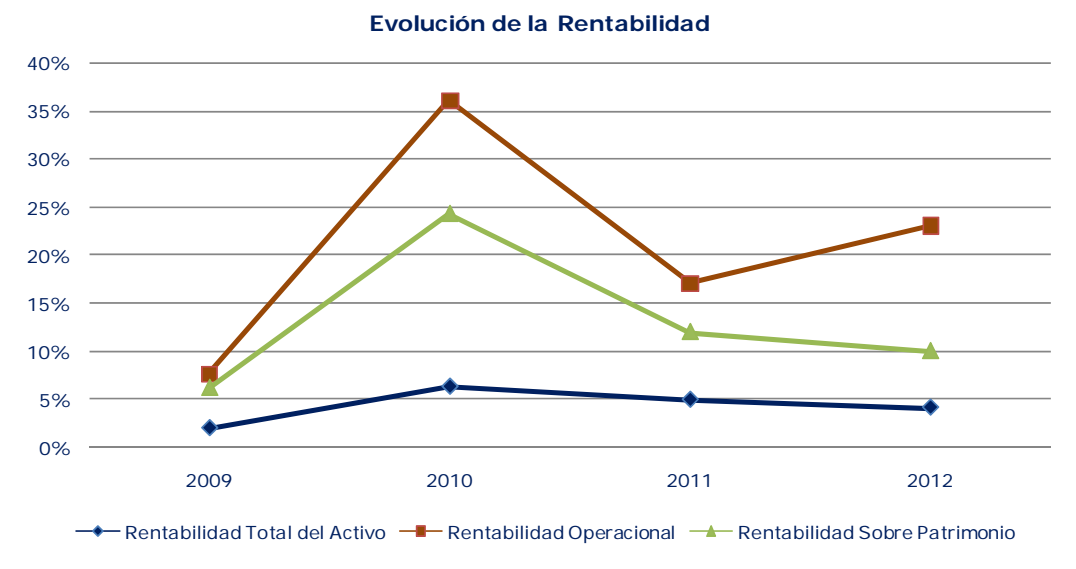
## Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad<sup>5</sup> de la compañía ha sido fluctuante en sus cuatro años de operación. En el siguiente gráfico puede verse que a diciembre de 2011 la rentabilidad del activo y la del patrimonio experimentaron una disminución importante, lo que se debió a que si bien el resultado operacional aumentó, el incremento de los activos fue muy superior por efecto de la apertura a la bolsa, lo que también explica el aumento de patrimonio y, por ende, la disminución de la rentabilidad. En 2012, salvo por la rentabilidad operacional, la situación se mantiene con un leve descenso de los indicadores.

<sup>4</sup> Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que toma la rentabilidad anual promedio (%) de los activos en cinco años, aplicada al nivel actual de los activos a lo que se resta el pago de impuestos e intereses. Busca medir la generación de caja de largo plazo, restando los compromisos más inmediatos.

<sup>5</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.





*“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 aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”*

## Anexo 1: Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Cruz Blanca** a diciembre de 2012 son:

<b>Características de las líneas de bonos</b>		
Nº y fecha de inscripción	19/06/2012 – Nº 722	19/06/2012 – Nº 723
Monto máximo <sup>6</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.	

<b>Covenants financieros</b>		
	<b>Líneas de bonos</b>	<b>Diciembre 2012</b>
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1,75 veces (trimestral)	0,69 veces
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.	8,19 veces

<sup>6</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.