



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Elisa Villalobos.
Tel. (56-2) 2433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Cruz Blanca Salud S.A.

Abril 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 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 2013

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	2013
Ingresos totales	280.142	367.445	415.270	471.578	532.049
Costo de ventas	-240.176	-288.953	-321.223	-375.679	-428.786
Margen Bruto	39.965	78.492	94.048	95.899	103.263
Gastos de administración	-36.142	-55.840	-61.060	-67.580	-85.278
Resultado operacional	5.682	23.430	34.238	28.975	19.085
Costos financieros	-3.669	-7.043	-9.752	-8.587	-9.579
Utilidad del Ejercicio	2.268	11.151	21.310	18.680	10.993
EBITDA ¹	8.014	31.153	41.889	38.810	30.680

Balance General Consolidado IFRS					
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013
Activos Corrientes	51.122	64.748	132.017	111.517	120.440
Efectivo y Equivalentes al Efectivo y Otros activos financieros	18.415	26.467	92.567	60.697	55.254
Activos No Corrientes	167.938	267.132	296.754	340.399	361.537
Total Activos	219.060	331.880	428.771	451.916	481.977
Pasivos Corrientes	79.952	85.729	116.929	126.159	141.009
Pasivos No Corrientes	66.472	153.830	131.993	135.542	148.614
Pasivos Totales	146.424	239.559	248.922	261.701	289.623
Patrimonio total	72.636	92.321	179.848	190.215	192.354
Patrimonio y Pasivos, Total	219.060	331.880	428.771	451.916	481.977
Deuda Financiera	65.971	142.340	127.269	132.737	150.831

¹ EBITDA: Calculado como ganancia bruta - gastos de administración + depreciación y amortizaciones + comisión cuenta corriente excedentes + comisión por administración.

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, de prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área.

Sus subsidiarias operativas son Isapre Cruz Blanca, 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. Si bien la sociedad se ha constituido recientemente como un *holding*, todas sus filiales presentan una larga trayectoria.

Durante 2013 la empresa alcanzó ventas consolidadas por de \$532.049 millones (US\$ 1.014 millones²), aportando Isapre Cruz Blanca, Integramédica y las clínicas aproximadamente el 67%, 21% y 10% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, que en 2013 ascendió a \$ 30.680 millones (US\$ 58,5 millones), la distribución fue en torno al 16,3%, 57,4% y 26,9%³, en el mismo orden. A la misma fecha la empresa mantenía deuda financiera por \$150.831 millones (US\$ 287,5 millones) y un patrimonio por \$192.354 millones (US\$ 366,66 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.

Sumado a lo anterior, otra de las fortalezas que respaldan esta clasificación es el *knowhow* con que disponen los nuevos controladores del emisor, Bupa-Sanitas. Estos cuentan con presencia en 190 países con 14 millones de clientes y 65 años de experiencia en el sector de la salud, ofreciendo desde seguros hasta atención hospitalaria. Además, los controladores tienen la capacidad de aportar fondos en caso que el emisor lo requiera para sus planes de expansión; esto se constata cuando se observa que el patrimonio de Cruz Blanca representa sólo el 4,6% en relación al de Bupa-Sanitas.

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

² Tipo de cambio utilizado, al 31 de diciembre de 2013: \$ 524,61/US\$.

³ La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa que genera EBITDA negativo que alcanza un 0,8% del total y otros que representa 0,2%.

una participación de mercado del orden del 21,8% 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.

El proceso de evaluación incorporar como elemento positivo el hecho que el desarrollo esperado por los esfuerzos propios de la compañía se refuerza por las políticas públicas que se canalizan a través de prestadores privados.

La clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por los riesgos asociados a la Isapre 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 58.589 mts² para la construcción de una clínica en Santiago, inversión que se estima alcanzaría en una primera fase US\$ 170 millones para implementar 314 camas, de los cuales, US\$23,3 millones ya fueron invertidos. En una segunda fase una inversión de US\$ 28 millones para alcanzar un total de 460 camas. Con todo, no se puede desconocer que la inversión incorpora los riesgos propios de todo proyecto –referidos a plazos y costos– y los riesgos de implementación y de operación (capacidad de alcanzar el punto de equilibrio).

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.

En relación con la situación pasada del emisor, se observa un incremento en el endeudamiento relativo, tanto por la caída en la rentabilidad de los negocios como por el incremento en los pasivos; no obstante, a juicio de la clasificadora, esta situación –*ceterisparibus*– debiera revertirse a futuro con la consolidación de los centros Integramédica de reciente constitución (con todo, se debe considerar que en los hechos aumentara el

endeudamiento de la sociedad producto del financiamiento de la clínica a construir en Santiago⁴). Asimismo, se puede percibir que el perfil de pago de la deuda ha provocado una estrechez en los flujos, que podría persistir hasta 2018; sin embargo, **Cruz Blanca** ya está en proceso de refinanciamiento de pasivos y, además, en la actualidad se dispone del apoyo y respaldo de Bupa-Sanitas

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.

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

A futuro, la clasificación de **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 sí solas.
- Filiales con buen posicionamiento de mercado y fortaleza de marcas.
- Apoyo efectivo de matriz, Bupa-Sanitas

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Riesgos asociados al sistema isapre: exposición a siniestralidad, regulaciones, sensibilidad a los ciclos recesivos (riesgo administrable, salvo en los aspectos regulatorios)
- Consolidación de la clínica en Santiago y riesgos propios de un proyecto de gran envergadura: sobreplazo y sobre costo (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)

⁴La construcción de la clínica en Santiago, y su impacto en la deuda de la empresa, como la implicancia de los riesgos de sobre precio y sobre plazo, son elementos que siempre han estado presente en la clasificación de **Cruz Blanca**

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2013

Al 31 de diciembre 2013 los ingresos consolidados del grupo sumaron \$ 532.049 millones, lo que corresponde a un aumento de 13% respecto de 2012, lo que se explica por el incremento en las atenciones de los centros médicos, creciendo un 19,83% sus ingresos respecto de 2012, y por los mayores ingresos del área aseguradora (11,48%) como consecuencia del aumento en el número de cotizantes y la mayor cotización pactada. El 67% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre Cruz Blanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 21% de Integramédica y el 10% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service). Los costos de explotación a diciembre 2013 han aumentado un 14,14% respecto de igual período de 2012 por una mayor siniestralidad (aumento de licencias médicas y gastos hospitalarios); mientras que los gastos de administración y ventas crecieron un 26% por mayores gastos legales debido a las costas judiciales originadas por los recursos de protección impuesto por los afiliados en el área asegurador.

El resultado operacional y del ejercicio mostraron una disminución respecto de diciembre 2012 (-34,13% y -41,15% respectivamente). El EBITDA tuvo una variación negativa de 20,95%, llegando a \$ 30.680 millones en 2013, principalmente por la mayor siniestralidad de Isapre Cruz Blanca, cuyo EBITDA cayó 60% respecto a 2012 y totalizó \$5.632 millones.

Con todo, **Cruz Blanca** finalizó el ejercicio del año 2013 con utilidades por \$10.993 millones, con una disminución de 41,15% respecto a 2012.

Eventos recientes

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. Finalmente, el 17 de octubre recibió, por parte de la SVS, la autorización para su funcionamiento.

En julio de 2013, **Cruz Blanca** adquirió 70% de la propiedad de Anglolib, que desarrolla las actividades de laboratorio clínico, banco de sangre y anatomía patológica en diversas clínicas y establecimientos médicos en Perú. Por otra parte, la empresa adquirió el 100% de la propiedad de MediPerú dedicada al servicio de diagnóstico por imágenes, resonancias, tomografías, rayos X, ecografías y tomada de muestras en la ciudad de Lima.

El 1 de diciembre de 2013, se comunicó la suscripción de una promesa de compraventa entre el Fondo de Inversión Privado Costanera –ligado a la familia Said Somavía– con el grupo británico Bupa-Sanitas. Esto con el fin de realizar una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) por al menos del 50% del capital accionario de Cruz Blanca. Finalmente, el resultado de la OPA prosperó y el 24 de febrero de 2014 Bupa-Sanitas adquirió el 56% del capital accionario de Cruz Blanca Salud.

Definición categoría de riesgo

Categoría A

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

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Sinergia de las filiales operativas: La relación entre el seguro de salud, los centros de atención médica y las clínicas, permite potenciar a cada uno de los negocios, facilita el control de costos, otorga conocimiento respecto de toda la cadena que afecta a su demanda y genera un calce natural de la correlación inversa entre asegurador y prestador (por ejemplo, mayor frecuencia de exámenes perjudica la utilidad de las isapre, pero beneficia a las restantes filiales). Todo ello da una elevada fortaleza al modelo de negocio del grupo, reforzado además por la estabilidad de los resultados mostrados por Integramédica. A modo de ejemplo, se puede señalar que la existencia de centros médicos contribuye al fortalecimiento de las clínicas o que la relación seguro-clínica permite controlar los costos de manera más eficiente.

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 y la CEPAL actualmente el 15% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17%; en 2025 sería de 20% y en 2050 sería de 28%. Por otra parte, el gasto total en salud en Chile representa el 7,5%⁵ del PIB, lo que es un porcentaje bajo en comparación con otros países, principalmente desarrollados (en Chile el consumo per cápita en bienes y servicios de salud es alrededor de US\$ 1.568 dólares, mucho menor en comparación al de los países OCDE que superan los US\$ 3.339). Así, el gasto en salud se correlaciona positivamente con el ingreso per cápita de los países.

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 27 centros médicos (20 Integramédica, seis Sonorad y Centro Dra. Pilar Gazmuri), con más de cinco millones de atenciones anuales, cerca de 5,5 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. La isapre, por su parte, mantiene 79 sucursales en todo el país, 357.259 cotizantes (648.684 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 21,8% en términos de ingresos. Las clínicas, además de

⁵ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2013. Datos a 2011.

constituirse como los principales centro de alta complejidad en sus regiones, poseen una oferta conjunta de 366 camas y un nivel de ocupación del 53,4%. 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.

Experiencia Grupo Controlador: El grupo Bupa-Sanitas opera en 190 países, con activos totales por US\$ 17.607 millones a diciembre de 2013 y una cartera de 14 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 permitiría una adaptación más rápida de la administración de **Cruz Blanca** en caso de implementarse reformas al sistema de salud en nuestro país. Además la controladora posee fortalezas financiera en caso de que el emisor necesite del aporte de fondos ya sea por planes de expansión y/o disminución de flujos.

Factores de riesgo

Track record Isapre Cruz Blanca: Esta inversión, que es la primera en términos de ingresos, pero ha perdido importancia en términos de EBITDA. Además, ha mostrado bastante sensibilidad en sus resultados; en 2008 obtuvo un EBITDA negativo por cerca de \$ 3 mil millones y en 2011, revirtiendo esta situación, obtuvo su mayor EBITDA por \$16 mil millones. Pero este nivel no ha podido ser mantenido en el tiempo y en 2012 cayó 11,9%, mientras que en el ejercicio de 2013, cayó 60,2% a \$5.632 millones.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 87,6% 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 la Isapre se expresan en Unidades de Fomento). Además, que con los recursos de protección que interponen los afiliados en contra de las alzas de las isapres, se le está dificultando, a la industria en general, traspasar los mayores costos por siniestros a precios.

Por otra parte, teniendo en cuenta que el seguro obligatorio de salud está sujeto a regulaciones, que un porcentaje no menor de la ciudadanía tiende a percibir a la salud como un derecho que el Estado debe garantizar en forma relativamente igualitaria y que, además, este último actúa a través de Fonasa, se puede concluir que el sistema isapre presenta una particular exposición a cambios normativos que pueden afectar a los partícipes de la industria, ya sea directamente reduciendo su flexibilidad como agentes económicos, o indirectamente mejorando la salud pública (que para un segmento de la población actúa como alternativa a

las isapres). Este factor de riesgo cobra mayor relevancia en una perspectiva de largo plazo y se tiene el ejemplo de los cambios en la regulación con la iniciativa de crear un Plan Garantizado de Salud (PGS). Asimismo, la implementación del plan AUGE y el dictamen del Tribunal Constitucional en cuanto a no dar plena libertad a la diferenciación de tarifas por edad a la hora de reajustar los precios de planes de salud, son muestras de que, aunque de disímiles características, el sector salud presenta particularidades que hacen que las normas que lo rigen sean comparativamente menos estables a las de otros sectores.

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

Consolidación de clínica en Santiago: Dentro del negocio de prestación de servicios de salud existe una fuerte sinergia entre los centros de atención médica y los centros hospitalarios, elemento que favorece la competitividad de los operadores. **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 21 de los 27 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, en una primera fase, de US\$ 170 millones. Si bien, al menos en términos teóricos, se tendería a fortalecer su modelo de negocio, la inversión conlleva los riesgos propios de todo proyecto (sobrepazo y sobre costo) y la incertidumbre respecto a si la ejecución y operación de la clínica incrementarán, en definitiva, el valor de la empresa.

Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar: El principal centro médico de Integramédica así como la principal clínica, por separado, generan un EBITDA que representa el 11,1% y 15,8%, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados 2013). 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, Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida, Clínica Reñaca, Clínica San José, Clínica Antofagasta, Clinical Service, Integramédica y el área internacional que concentra sus operaciones en Perú, de esta forma todas las empresas operan dentro del sector salud. Si bien comenzó a constituirse en 1999 con la compra de la Clínica Reñaca por parte del grupo Said y, posteriormente, se fue potenciando mediante la incorporación de nuevas unidades operativas, todas las empresas tienen una extensa trayectoria en sus respectivos mercados, como muestra el siguiente cuadro:

Filial	Año de Adquisición	Año de Constitución
Clínica Reñaca	1999	1982
Clínica Antofagasta	2005	1980
Clínica San José	2007	1991
Isapre ING (Cruz Blanca)	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
Anglolib	2013	1994
Mediperú	2013	2010

Propiedad

A diciembre de 2013 el capital de la sociedad ascendía a \$ 65.253 millones, distribuido entre 637.650.000 acciones suscritas y pagadas. En febrero de 2014, tras el resultado de la OPA lanzada, Bupa-Sanitas adquirió el control de la sociedad con el 56% del capital accionario. El modelo de negocio de este grupo inglés, que cuenta con 14 millones de clientes en 190 países, consiste en operar un amplio abanico de servicios ligados a la salud, tanto en el sector privado como público.

A continuación se presenta la estructura propietaria al 31 de marzo de 2014:

Sociedad	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Grupo Bupa Sanitas Chile Uno Spa	359.520.000	56,38%
Fondo De Inversión Privado Costanera	110.632.438	17,35%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversión	25.605.245	4,02%
Fondo De Inversión Larrain Vial Beagle	23.435.230	3,68%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo De Inversión (Cta.Nueva)	11.557.388	1,81%
Banco De Chile Por Cuenta De Terceros No Residentes	11.068.883	1,74%
Chile Fondo De Inversión Small Cap	9.706.404	1,52%
Banco Itaú Por Cuenta De Inversionistas	8.136.241	1,28%
Banchile Corredores de Bolsa	7.520.755	1,18%
Siglo XXI Fondo De Inversión	6.490.111	1,02%
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	6.105.129	0,96%
IM Trust S.A. C. de B.	5.420.672	0,85%
Otros	52.342.081	8,21%

Directorio y ejecutivos

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

Nombre	Cargo
Salvador Said Somavia	Presidente
Jorge Arturo Bande Bruck	Director
Rodrigo Muñoz Muñoz	Director
Álvaro Erazo Latorre	Director
Ignacio Ereño Iribarren	Director
Gabriela Pueyo Roberts	Director
Carlos Jaureguizar Ruiz-Jarabo	Director
Mónica Paramés García-Astigarraga	Director
José Francisco Tomás Martínez	Director

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

Nombre	Cargo
Andrés Varas Greene	Gerente General
Marcelo Bermúdez Sáenz	Gerente de Finanzas
David Decker Edwards	Gerente Desarrollo Negocio Asegurador
Fernando Soza Cáceres	Gerente Desarrollo Negocio Prestador
Soledad Matus Aguilar	Gerente de Personas
Leonidas Rosas Torrealba	Gerente de Tecnología
Sandra Cortés Cereceda	Jefa de Auditoría
Oscar Zarhi Villagra	Fiscal

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 Cruz Blanca y Compañía Cruz Blanca 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 Cruz Blanca a la que se le agregó, a fines de 2013, la Compañía de Seguros Cruz Blanca Salud. La isapre actualmente tiene una participación de mercado de 21,8% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 67% de los ingresos totales del *holding* en 2013.

Área prestadora hospitalaria: Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service, ubicadas en la regiones de Valparaíso, Antofagasta y de Arica y Parinacota, respectivamente, con un total de 366 camas y una ocupación promedio de 53% los últimos dos años. Representan el 10% de los ingresos totales.

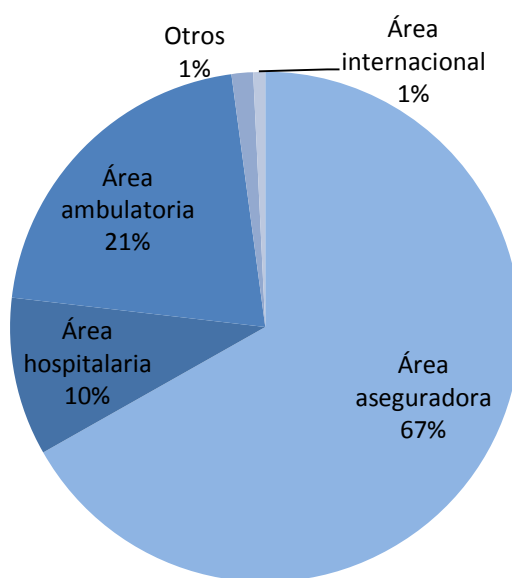
Área prestadora ambulatoria: Compuesta por centros médicos Integramédica (uno de los principales prestadores de salud ambulatoria privada de país), la red de centros médicos Sonorad y centro médico Consulta Dra. Pilar Gazmuri. Cuenta con 27 centros médicos distribuidos en cinco regiones (22 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 21% 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 se encuentra en etapa pre operativa. El área internacional representa el 1% de los ingresos de la empresa.

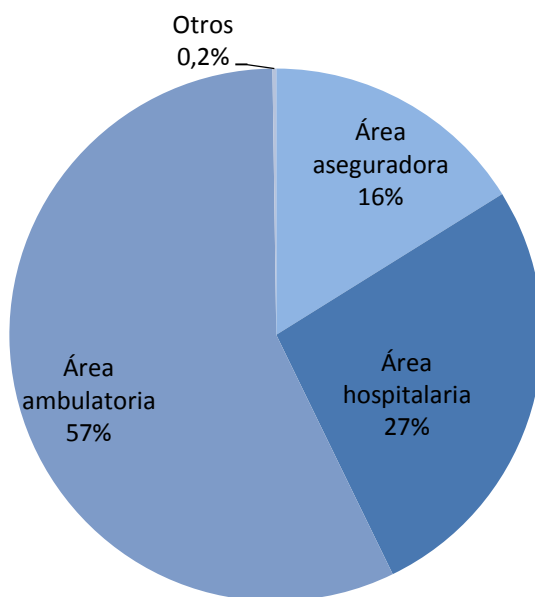
Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* entre enero y diciembre de 2013 fueron \$ 532.049 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$30.680 millones. La distribución de estos indicadores fue la siguiente:

Participación de los ingresos por área Como porcentaje de los ingresos de 2013



Participación en el EBITDA por área Como porcentaje del EBITDA de 2013



Es importante señalar que si bien la Isapre Cruz Blanca aportó el 67% 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 21% en los ingresos totales, aporta un 57% al EBITDA del grupo. Ocurre lo mismo con el aporte del área hospitalaria, que sólo con una participación de 10% en los ingresos, genera el 27% del EBITDA consolidado. Esto se explica porque, en términos relativos, los costos asociados al área aseguradora son mayores y, por ende, su margen mucho menor. Así, el margen de EBITDA⁶ del área hospitalaria es de 14,4%, el del área ambulatoria aproximadamente de 14,7% y el del área aseguradora de sólo un 1,3%. 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 2013 alcanzaron a \$ 481.977 millones, un 6,65% sobre el resultado a diciembre de 2012. Tal aumento se explica principalmente por los mayores activos corrientes productos del crecimiento en la actividad comercial en todas las unidades de negocio y a las inversiones en propiedades, plantas y equipos asociados a la expansión internacional, junto con los nuevos centros médicos abiertos en Chile y la construcción de la Clínica Santiago.

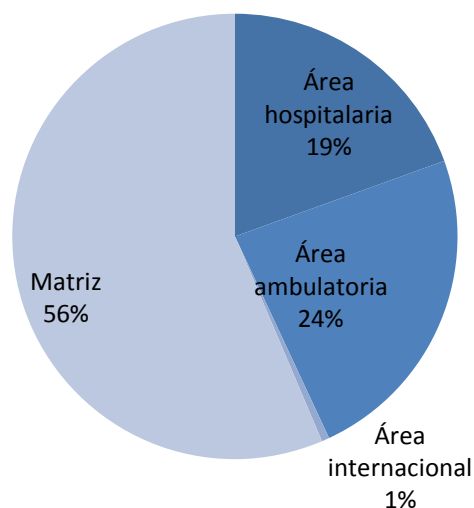
Con relación a la distribución de los activos por área, son las clínicas las que mostraron un mayor incremento en sus activos, llegando a \$ 105.054 millones, un 10,45% mayor a lo registrado a diciembre 2012. Por otro lado, el área ambulatoria tiene activos por \$ 159.213 millones, un 8,84% superior a lo que muestra su balance a diciembre 2012. Por último, el área aseguradora muestra un total de activos que es 5,16% superior a diciembre de 2012, llegando a \$ 130.322 millones, los cuales se distribuyen en porciones similares tanto en el corto como en el largo plazo.

La deuda financiera del grupo a diciembre de 2013 ascendía a \$ 150.831 millones, aumentando un 13,63% respecto a 2012 (\$ 132.737 millones). Este incremento se debe al mayor endeudamiento del área ambulatoria la que creció un 89,86% respecto de 2012, totalizando los \$ 35.591 millones. Según datos a diciembre de 2013, la mayor parte de la deuda corresponde a la matriz con \$85.084 millones (que se descompone en \$81.400 correspondiente a Cruz Blanca Salud y \$3.683 millones de la empresa Servicios de Gestión). Integramédica mostró una deuda financiera de \$ 35.591 millones y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$ 29.379 millones. Cabe señalar que el 84% de la deuda se concentra en el largo plazo, y corresponde principalmente a obligaciones con bancos (57,87%) y bonos (24,19%).

La distribución de los pasivos financieros por área de negocio se puede ver en el siguiente gráfico:

⁶ Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos

Distribución de la deuda financiera Como porcentaje de 2013



Descripción líneas de negocios

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

Área aseguradora

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

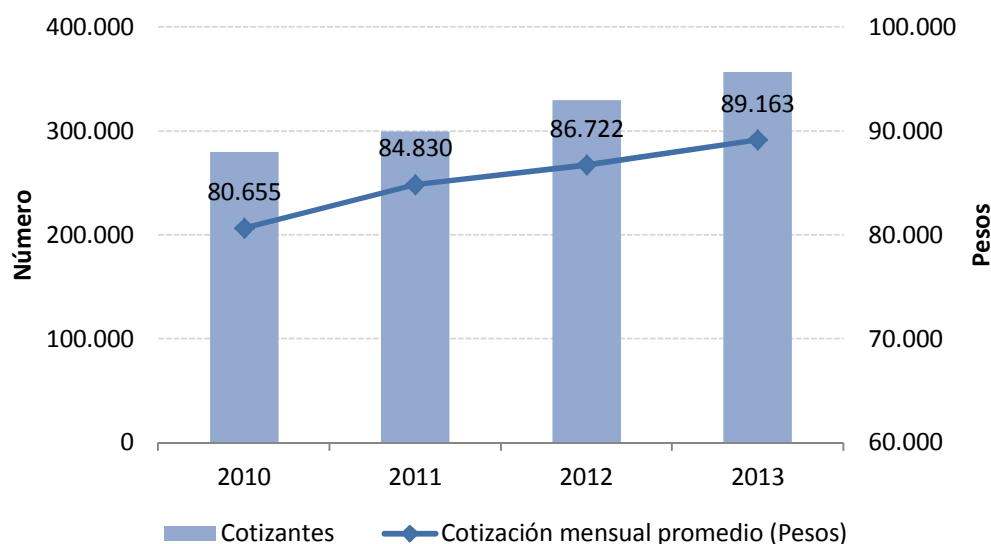
Actualmente, la isapre cuenta con 79 sucursales distribuidas a lo largo del país. A diciembre de 2013 alcanzaba los 357.259 cotizantes y más de 648.684 beneficiarios.

Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Aseguradora					
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos totales	247.085	270.961	304.772	343.246	382.634
Costo de ventas	-216.613	-227.097	-256.682	-295.424	-337.323
Ganancia bruta	30.473	43.864	48.090	47.822	45.311
Gastos de administración	-32.625	-34.629	-34.316	-36.484	-44.093
Resultado operacional	-915	10.654	14.327	11.885	1.679
Costos financieros	0	0	0	-420	-399
Utilidad del Ejercicio	-622	8.364	13.705	11.453	3.926
EBITDA ⁷	-423	11.089	16.072	14.154	5.007

Balance General Área Aseguradora					
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013
Activos Corrientes	36.480	58.421	58.531	58.812	68.244
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	15.708	18.409	24.079	26.397	16.969
Activos No Corrientes	54.001	50.091	53.453	65.112	62.078
Total Activos	90.481	108.511	111.983	123.924	130.322
Pasivos Corrientes	58.969	74.127	84.181	93.709	92.864
Pasivos No Corrientes	8.021	9.612	3.030	5.442	7.337
Pasivos Totales	66.990	83.738	87.210	99.151	100.202
Patrimonio total	23.491	24.773	24.773	24.773	30.120
Patrimonio y Pasivos, Total	90.481	108.511	111.983	123.924	130.322
Deuda Financiera	0	0	0	0	0

**Evolución de los cotizantes y aporte promedio mensual
(2010-2013)**



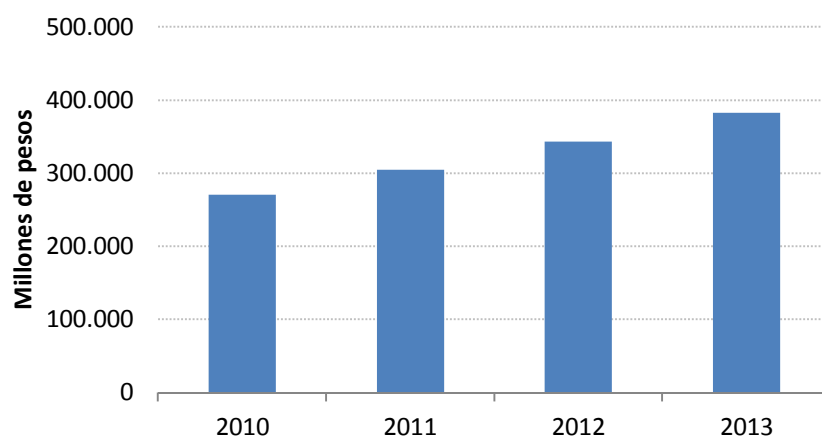
⁷ El EBITDA informado por la empresa para el área aseguradora considera además de la depreciación y amortizaciones las cuentas incluidas en Otros ingresos por función: Comisión Cuenta Corriente Excedentes y Comisión por Administración.

Evolución de los ingresos

Tal como muestra el gráfico, los ingresos han aumentado constantemente a tasas promedio del 12% anual. Esto por mayor cantidad de cotizantes y porque sus cotizaciones mensuales han aumentado.

Evolución de los ingresos operacionales

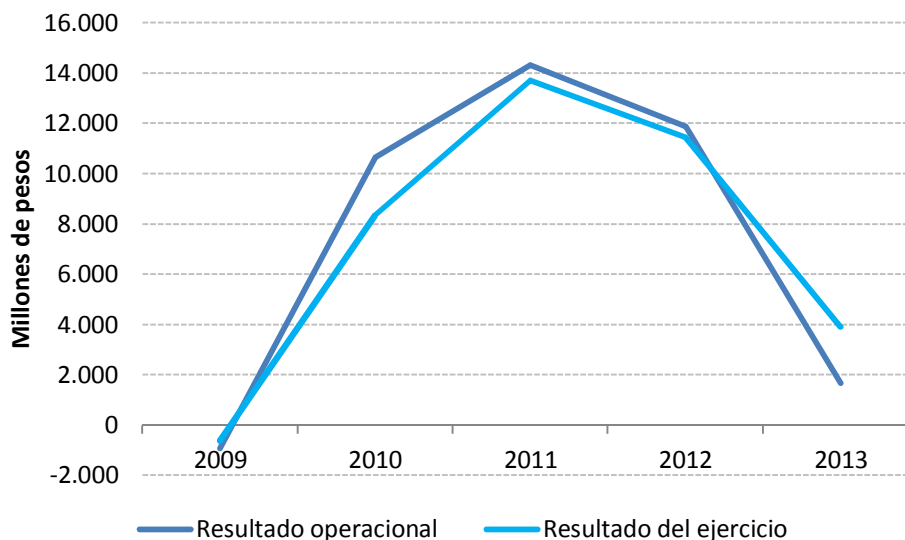
(MM\$ 2010-2013)



Evolución de los resultados

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

Evolución de los resultados operaciones y del ejercicio del segmento asegurador (MM\$ 2009-2013)



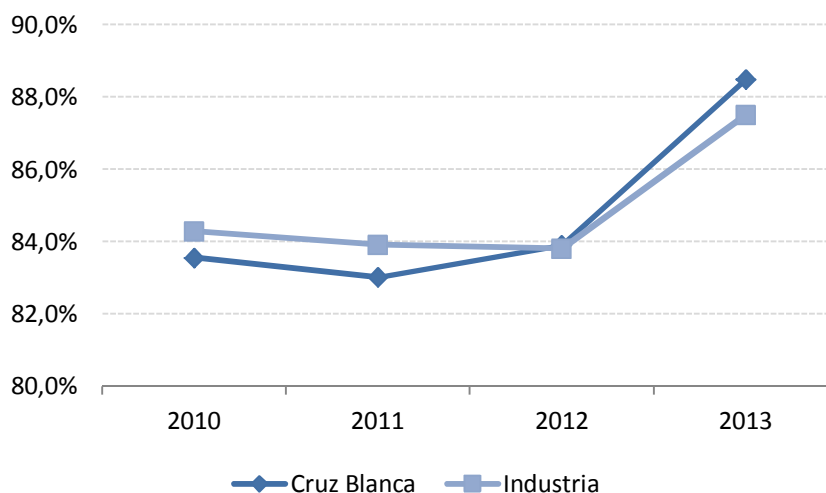
Siniestralidad

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%.

Pero esta tendencia se frenó en 2013, puesto que la isapre enfrentó siniestralidades por sobre la industria con un 88,5% frente al 87,6% del sistema en su conjunto.

A continuación se muestra la evolución de los últimos años:

Evolución de la siniestralidad (2010-2013)



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 20 centros Integramédica, 6 Sonorad y el centro médico Clínica Pilar Gazmuri, realizando 5,3 millones de atenciones ambulatorias y 5,5 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. Tiene presencia en cinco regiones del país: Metropolitana, Coquimbo, Valparaíso, Maule y Biobío, las que concentran el 72,6% del total de la población de Chile. El mercado objetivo de la empresa son las personas pertenecientes a los grupos socioeconómicos C2-C3, tanto afiliados a isapres como a Fonasa. En menor medida, sirve también a personas del grupo ABC1, principalmente en los centros médicos ubicados en Las Condes (Alto Las Condes y Manquehue).

Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

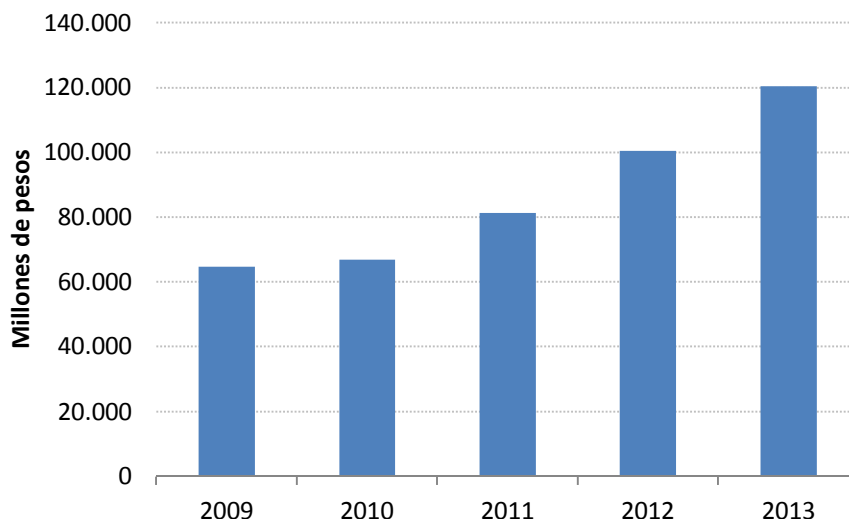
Estado de Resultados Área Ambulatoria					
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos totales	64.751	66.926	81.355	100.557	120.496
Costo de ventas	-40.898	-41.661	-45.800	-61.542	-72.464
Margen Bruto	23.853	25.265	35.555	39.014	48.032
Gastos de administración	-16.799	-16.919	-22.774	-25.998	-35.005
Resultado operacional	8.542	7.235	13.931	13.079	12.837
Costos financieros	-3.577	-2.205	-3.952	-3.338	-3.071
Utilidad del Ejercicio	4.739	4.256	10.507	9.428	8.554
EBITDA	10.908	12.143	16.476	17.495	17.689

Balance General Área Ambulatoria					
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013
Activos Corrientes	4.655	7.166	15.442	12.438	14.849
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	399	1.442	7.821	975	956
Activos No Corrientes	32.083	138.141	146.371	133.843	144.364
Total Activos	36.738	145.307	161.813	146.282	159.213
Pasivos Corrientes	9.307	8.581	19.170	30.124	23.279
Pasivos No Corrientes	15.423	46.994	46.048	14.426	28.632
Pasivos Totales	24.730	55.575	65.218	44.550	51.911
Patrimonio total	12.008	89.732	96.596	101.731	107.302
Patrimonio y Pasivos, Total	36.738	145.307	161.813	146.281	159.213
Deuda Financiera	11.845	41.415	44.135	18.746	35.591

Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a tasas promedio de 16,8% anual entre 2009 y 2013. Si comparamos los ingresos de diciembre 2013 con el mismo período de 2012, se observa un aumento aún mayor, de 19,8%.

Evolución de los ingresos operacionales (MM\$ 2009-2013)

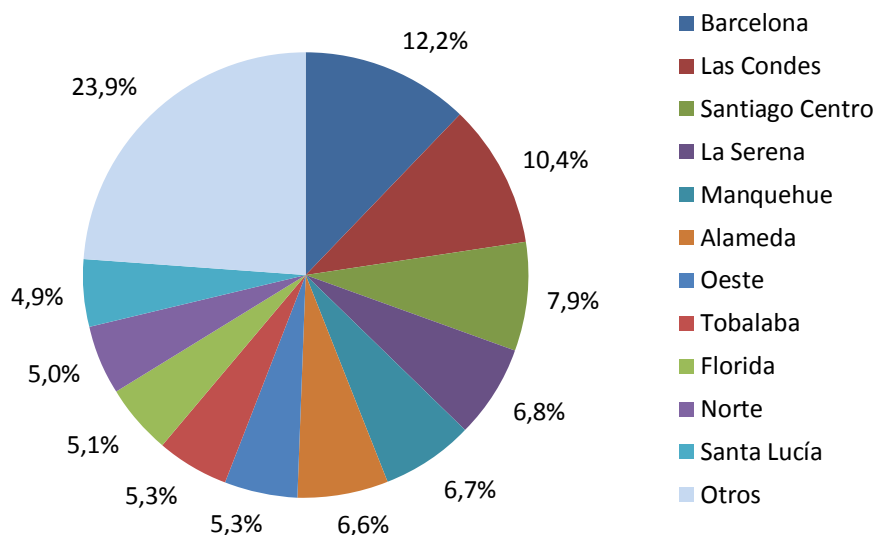


La empresa cuenta con 27 centros médicos, de los cuales dos fueron inaugurados en 2012; y tres en 2013 por lo tanto, aún no alcanzan su completa madurez (que para un centro médico es de doce a 18 meses).

Dos centros de Integramédica, Barcelona y Las Condes, concentran más del 22,6% de los ingresos del área ambulatoria, donde el primero explica el 12,2% y el segundo el 10,4%. Estos mismos centros representan el 2,75% y 2,36%, respectivamente de los ingresos totales del *holding*.

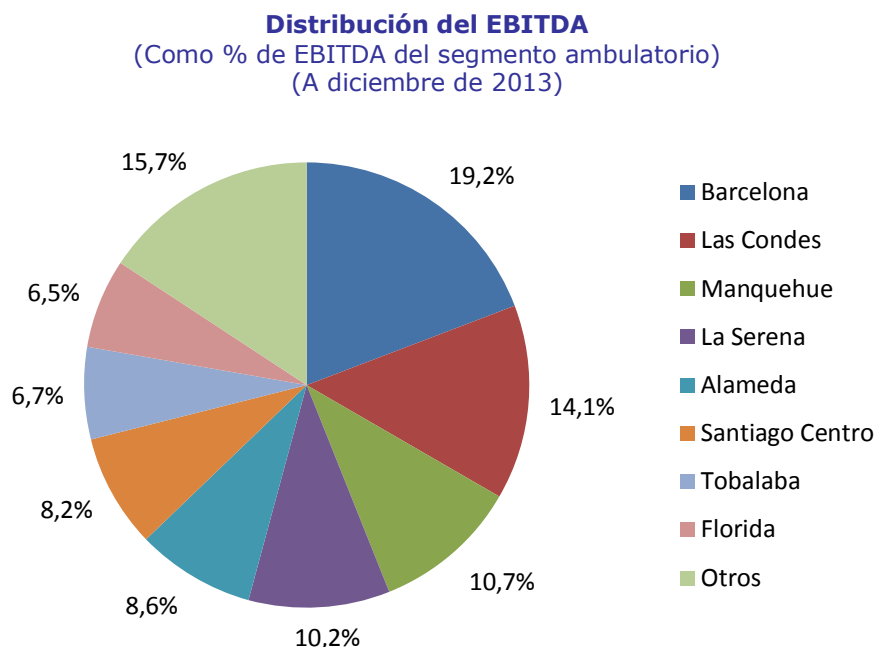
El gráfico a continuación muestra la distribución de los ingresos por cada uno de los principales centros médicos.

Distribución de los ingresos operacionales (Como % de los ingresos del segmento ambulatorio) (A diciembre de 2013)



Los dos centros anteriormente señalados representan el 19,2% y el 14,1% del EBITDA generado en el sector ambulatorio (recordemos que este segmento contribuye con el 57,4% del EBITDA del *holding*). De este modo, ambos centros contribuyen con el 11,1% y 8,1% del EBITDA consolidado.

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



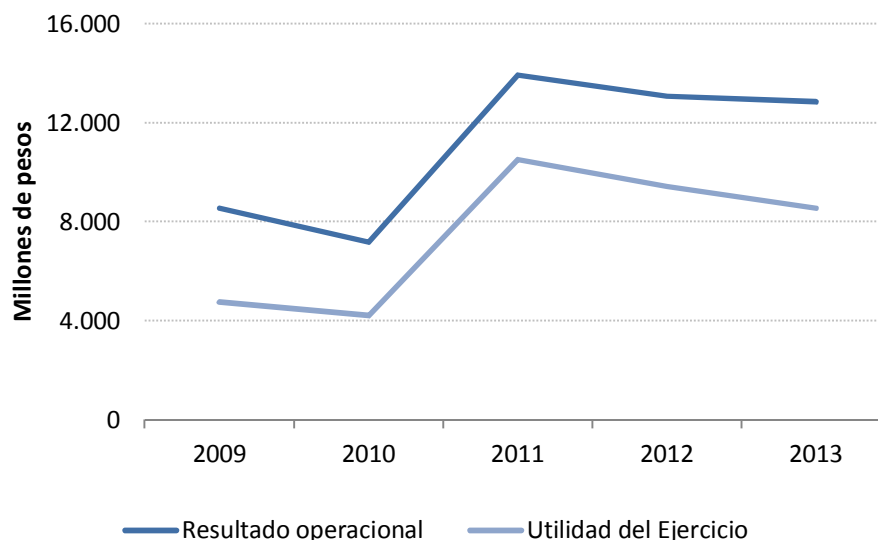
Evolución de los resultados

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), posteriormente, tanto el resultado operacional como del ejercicio disminuyen en 2012 (-6,12% el resultado operacional; -10,27% el resultado del ejercicio) y 2013 (-1,85% y -9,27%, respectivamente), 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 la venta de planes preferentes en Integramédica de Isapre Cruz Blanca).

Durante 2013, los costos de explotación crecieron un 18% respecto de 2012. Por un lado, se debe a la incorporación de los costos de las empresas adquiridas, que además presentan estructura de costos diferentes a la de Integramédica (por ejemplo Sonorad es más intensiva en el uso de insumo). Por otro, a un aumento de los gastos de personal por la mayor dotación en los centros médicos. Además, los gastos de

administración y ventas aumentaron un 35% en el año 2013, por mayores costos asociados a las aperturas de nuevos centros y los arriendos asociados a estos.

Evolución del resultado operacional y utilidad del ejercicio (MM\$ 2009-2013)



Área prestadora hospitalaria

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

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 m². Durante 2013, obtuvo un EBITDA de \$1.959 millones, un 37% menos al alcanzado en 2012 producto de aumento en los costos de personal y reforzamiento de ciertas áreas de la clínica. Así, este ítem representó el 24% del total del EBITDA del área hospitalaria.

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 13.753 m². En 2013, generó ingresos por \$26.325 millones un 19% más que en 2012 y EBITDA por \$4.829 millones, un 30% superior que 2012 debido al mejor *mix* de venta. Esta unidad representó el 58% del EBITDA de esta línea de negocios durante 2013.

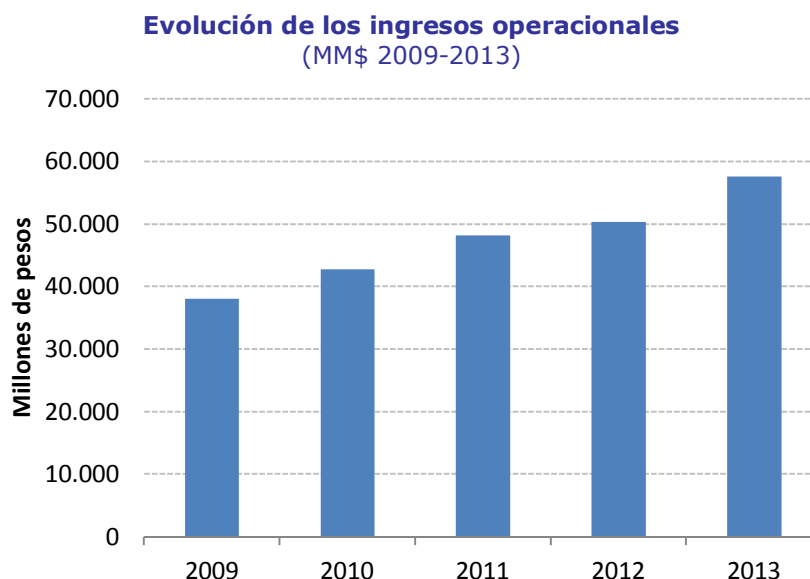
Clínica San José está ubicada en Arica. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 52 camas y una superficie construida de 7.506 m². Las ventas, durante 2013, crecieron un 13% a \$ 5.367 millones y el EBITDA creció un 21% respecto a 2012, totalizando \$ 923 millones por un aumento en la actividad de pacientes críticos y un alza de los precios promedios. La clínica representa el 11% del EBITDA a 2013.

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

Estado de Resultados Área Hospitalaria					
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos totales	38.098	42.809	48.248	50.354	57.662
Costo de ventas	-29.436	-33.565	-37.802	-40.906	-46.688
Margen Bruto	8.662	9.244	10.446	9.448	10.974
Gastos de administración	-2.843	-3.380	-4.103	-4.569	-5.988
Resultado operacional	5.921	6.258	5.518	5.231	5.061
Costos financieros	-960	-1.199	-1.266	-1.050	-1.697
Utilidad del Ejercicio	4.355	3.890	3.155	4.517	2.672
EBITDA	8.184	8.377	8.996	7.651	8.275

Balance General Área Hospitalaria					
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013
Activos Corrientes	14.394	16.818	22.653	26.094	30.613
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.093	1.008	3.538	1.876	618
Activos No Corrientes	40.921	42.699	53.409	69.024	74.441
Total Activos	55.316	59.517	76.062	95.118	105.054
Pasivos Corrientes	10.884	10.071	12.378	17.127	20.664
Pasivos No Corrientes	19.619	22.936	24.382	23.487	22.385
Pasivos Totales	30.503	33.007	36.760	40.614	43.049
Patrimonio total	24.813	26.510	39.301	54.504	62.006
Patrimonio y Pasivos, Total	55.316	59.517	76.062	95.118	105.054
Deuda Financiera	20.365	22.810	23.912	24.831	29.379

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



Análisis financiero de Cruz Blanca⁸

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cruz Blanca**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2013.

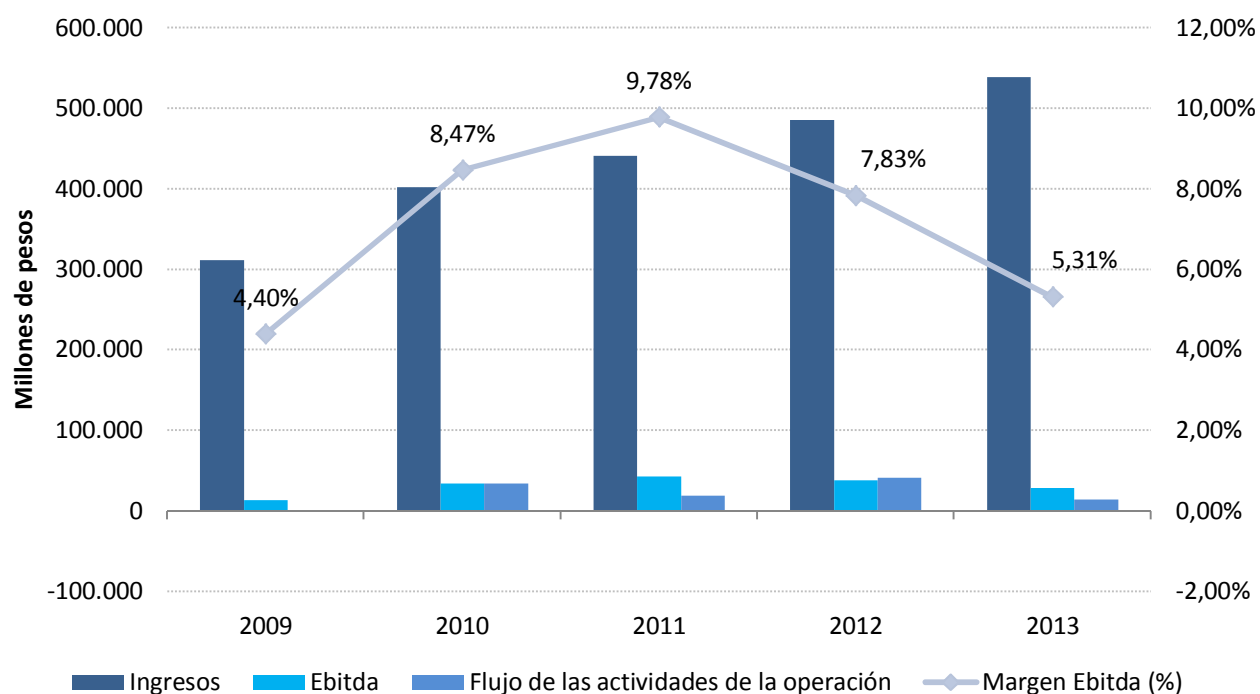
Evolución de los ingresos y EBITDA

Cruz Blanca alcanzó ingresos por \$532.049 millones en el período comprendido entre enero y diciembre 2013, lo que corresponde a un aumento de 13% respecto de 2012. 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 17,4% 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 57,4% del EBITDA total, aún participando sólo con un 21% en los ingresos.

La tasa de eficiencia, medida como gastos de administración y ventas sobre los ingresos, fue de 16,0% a diciembre de 2013, aumentando 1,7 puntos porcentuales respecto de 2012, cuando alcanzó un 14,3%. Esto se debió a un aumento en los gastos de administración y venta debido, entre otras cosas, a los centros médicos recientemente inaugurados.

Evolución de los ingresos, EBITDA, y flujo de efectivo

(MM\$ 2009-2013)



⁸ Para efectos comparativos, las cifras presentadas en esta sección del informe están expresadas en pesos de diciembre de 2013.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera del *holding* al 31 de diciembre 2013 ascendía a \$ 150.831 millones, un 13,63% superior a la que registraba al cierre del 2012 (\$ 132.737 millones) debido al aumento de préstamos bancarios en un 18,07% respecto de 2012.

Del total de la deuda financiera, el 84% se concentraba en el largo plazo. El aumento significativo del año 2010 respecto a 2009 (116%) correspondió a un crédito sindicado destinado a refinanciar pasivos y adquirir Integramédica.

A diciembre de 2013, el 57,87% de la deuda financiera consolidada se concentraba en préstamos bancarios, mientras que el 24,19% en bonos.

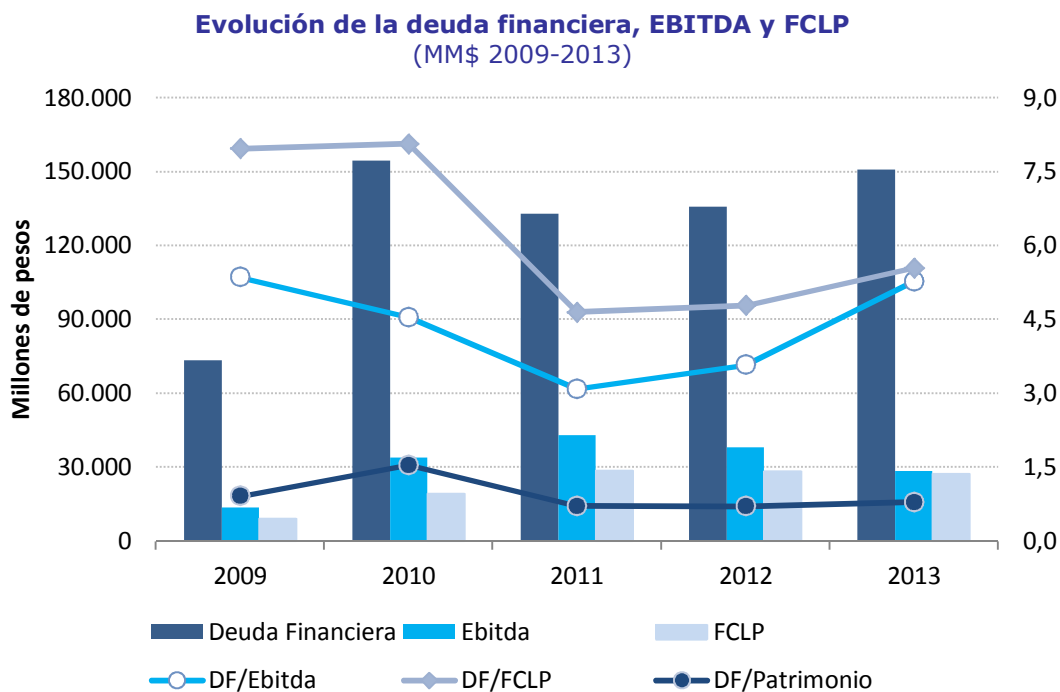
Durante 2013, se observa una menor generación anual de EBITDA⁹ de 24,75% producto de los mayores costos y gastos en la actividad en el área aseguradora y sumado al aumento de la deuda financiera la relación entre este último sobre EBITDA aumentó desde 3,6, en 2012, veces a 5,3. Por otra parte, la relación entre deuda financiera (DF) y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP¹⁰) subió de 4,8 veces a 5,1 veces en 2013.

Cabe mencionar que, a juicio de **Humphreys**, el FCLP de la compañía está subvaluado por cuanto no recoge la capacidad de generación caja de los centros de Integramédica de reciente constitución. En la medida que estos nuevos centros alcances rendimientos similares a los ya consolidados, la relación DF/FCLP podría llegar a niveles cercanos a 4,8 veces (*ceterisparibus*).

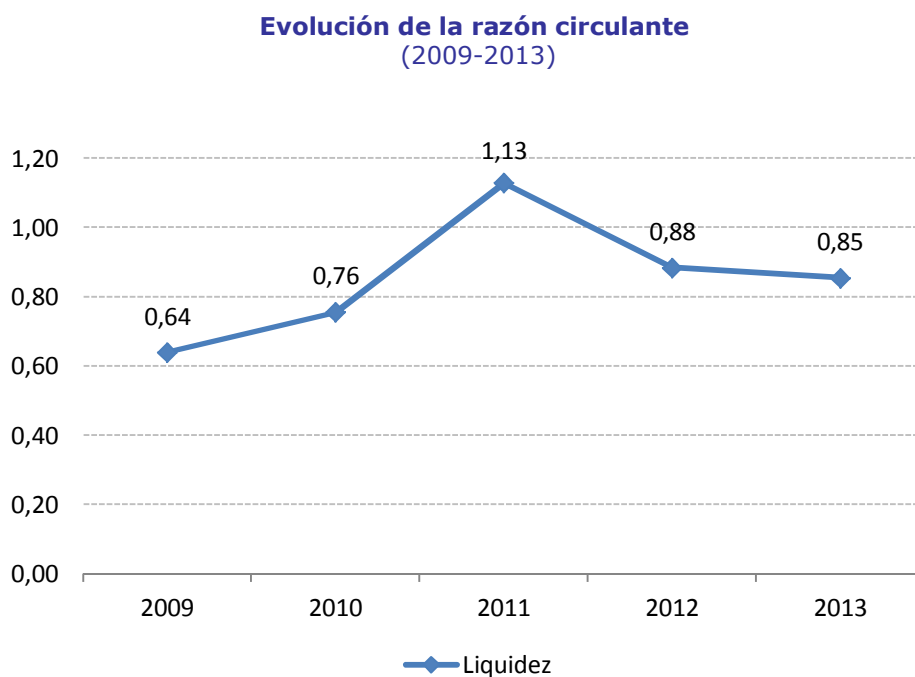
En el siguiente gráfico, se muestra la evolución de los indicadores:

⁹Calculado como ganancia bruta + gastos de administración + depreciación.

¹⁰El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.



En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante¹¹, salvo el 2011, ha sido persistentemente inferior a uno.



¹¹Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante

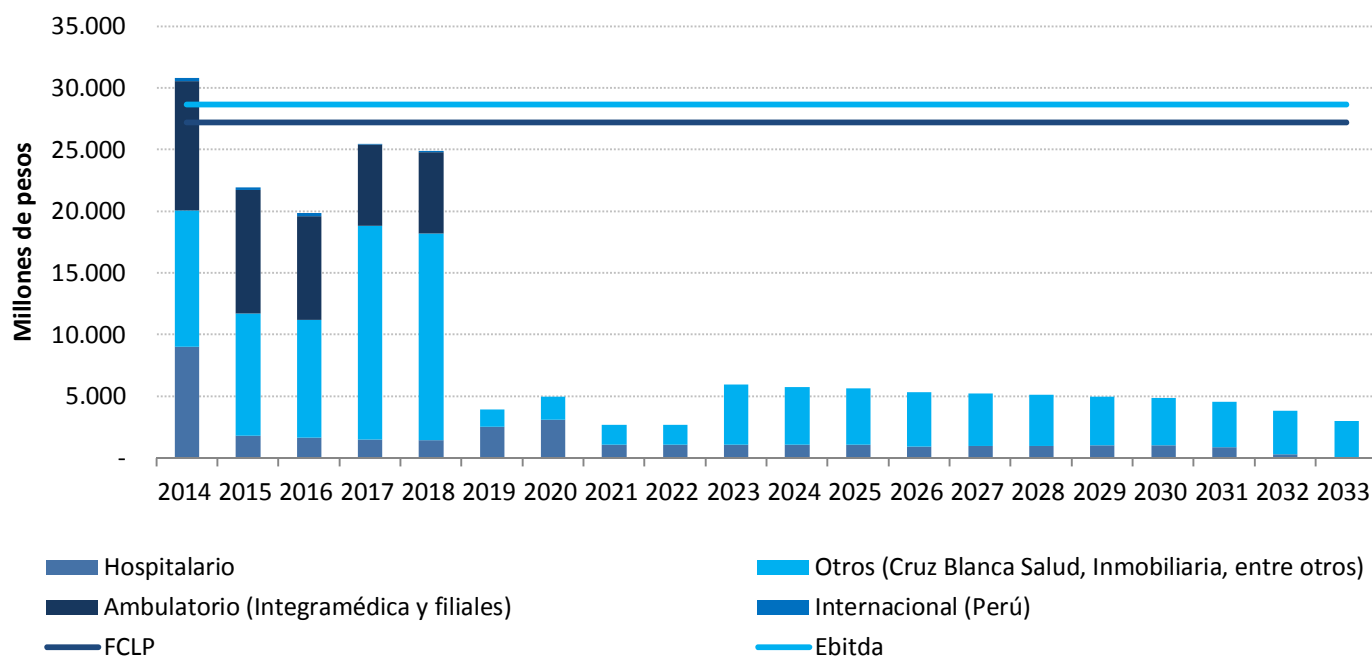
Flujos del emisor y perfil de pago de la deuda

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 \$27.224 millones, valor que no le permite cubrir con los vencimientos por \$ 30.829 millones que debe enfrentar en 2014 y que le entrega escasas holguras para hacer frente a sus compromisos financieros entre 2015 y 2018.

La empresa tiene planificado refinanciar estas deudas, para dar holgura al perfil de vencimientos que enfrenta actualmente. Las opciones de refinanciamiento en consideración, de acuerdo a lo informado por el emisor, corresponden a préstamos bancarios o con entidades relacionadas (con su actual controlador, Bupa-Sanitas).

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 genera pocas holguras para el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Evolución del perfil de vencimientos anuales
(\$MM 2014-2033)

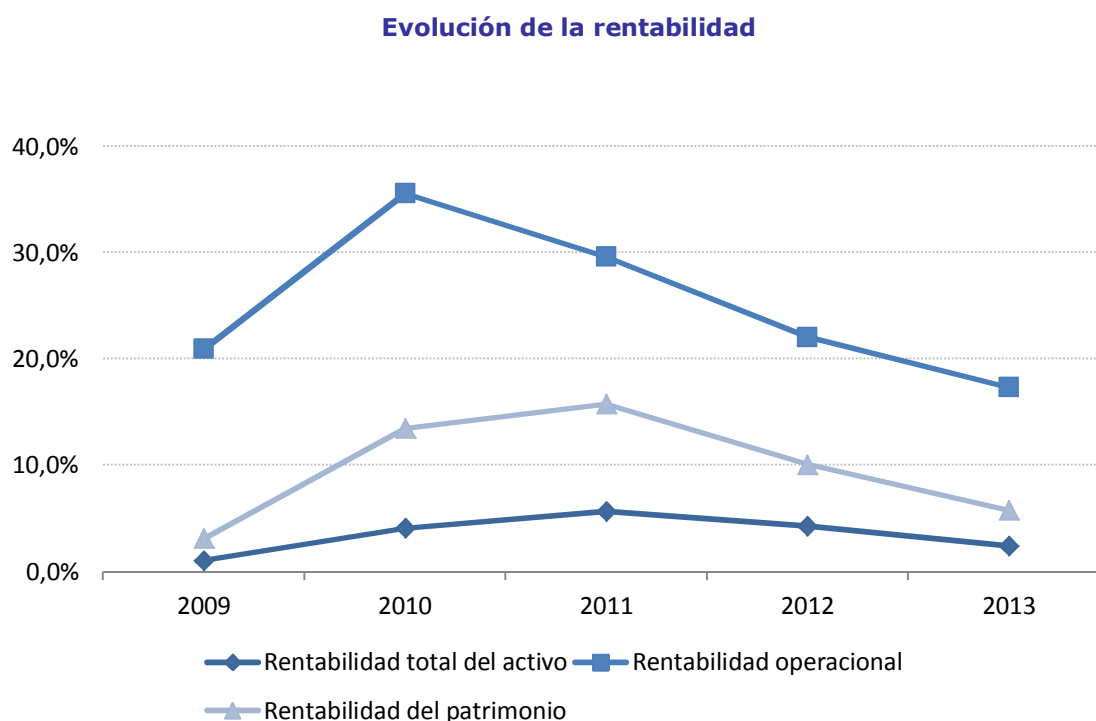


Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad¹² de la compañía ha venido cayendo desde 2011 al ejercicio finalizado en 2013.

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 el caso de 2012 y 2013, la utilidad del ejercicio de la compañía mostrada una caída, por lo que la rentabilidad de los activos ha tendido hacia la baja. Por otra parte, el resultado operacional de la compañía ha descendido producto de los mayores costos que la emisora ha debido enfrentar, sobretodo en el área aseguradora.



¹² 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.

Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Cruz Blanca** a diciembre de 2013 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	19/06/2012 – Nº722	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	Diciembre 2013
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1,75 veces (trimestral)	0,78 veces
EBITDA sobre gastos financieros netos	<p>A partir del 31/03/12 no inferior a 2,5 veces.</p> <p>A partir del 31/03/14 no inferior a 3,0 veces.</p> <p>Se considerará incumplimiento si se da por dos trimestres consecutivos.</p>	5,5 veces

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en 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.