



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Elisa Villalobos

Tel. (56) 22 433 5200

elisa.villalobos@humphreys.cl

Bupa Chile S.A. (Ex - Cruz Blanca Salud S.A.)

Abril 2015

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 diciembre 2014

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	2014
Ingresos totales	280.142	367.445	415.270	471.578	534.705	591.252
Costo de ventas	-240.176	-288.953	-321.223	-375.679	-421.360	-463.004
Margen Bruto	39.965	78.492	94.048	95.899	113.344	128.248
Gastos de administración	-36.142	-55.840	-61.060	-67.580	-95.116	-106.916
Resultado operacional	5.682	23.430	34.238	28.975	18.228	21.332
Costos financieros	-3.669	-7.043	-9.752	-8.587	-9.579	-8.950
Utilidad del Ejercicio	2.268	11.151	21.310	18.680	10.993	13.813
EBITDA	8.014	31.153	41.889	38.810	29.366	33.777

Balance General Consolidado IFRS						
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activos Corrientes	51.122	64.748	132.017	111.517	110.839	99.825
Activos No Corrientes	167.938	267.132	296.754	340.399	371.106	415.774
Total Activos	219.060	331.880	428.771	451.916	481.977	515.599
Pasivos Corrientes	79.952	85.729	116.929	126.159	141.073	162.543
Pasivos No Corrientes	66.472	153.830	131.993	135.542	148.518	161.520
Pasivos Totales	146.424	239.559	248.922	261.701	289.591	324.063
Patrimonio total	72.636	92.321	179.848	190.215	192.354	191.537
Patrimonio y Pasivos, Total	219.060	331.880	428.771	451.916	481.977	515.599
Deuda Financiera	65.971	142.340	127.269	132.737	150.831	160.634

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

Sus subsidiarias operativas son Isapre 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 Anglolab.

Durante 2014 el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$591.252 millones (US\$ 974,5 millones¹), aportando Isapre Cruz Blanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service) aproximadamente el 72%, 22% y 10% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, que en 2014 ascendió a \$ 33.777 millones (US\$ 55,7 millones), la distribución fue en torno al 30,9%, 54,4% y 24,5%², en el mismo orden. A la misma fecha la empresa mantenía deuda financiera por \$160.634 millones (US\$ 264,7 millones) y un patrimonio por \$191.537 millones (US\$ 315,7 millones).

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

Sumado a lo anterior, otra de las fortalezas que respaldan esta clasificación es el *know how* con que disponen los controladores del emisor, Bupa. Estos cuentan con presencia en 190 países con 29 millones de clientes y 65 años de experiencia en el sector de la salud, ofreciendo desde seguros hasta atención hospitalaria. Además, los controladores 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 3,7% del de Bupa, además de la clasificación de solvencia que posee Bupa es de Baa2 (grado de inversión).

¹ Tipo de cambio utilizado, al 31 de diciembre de 2014: \$ 606,75/US\$.

² La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa que genera EBITDA negativo que alcanza un -4,8% del total y otros que representa -5,1%.

La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **Bupa Chile**, en relación con su nivel de deuda, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas de la salud que transan en bolsa.

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la relevancia y posicionamiento de las filiales operativas en sus respectivos mercados. Integramédica es una de las principales redes de centros de atención médica del país, pese a operar principalmente en la región metropolitana. Isapre Cruz Blanca tiene una participación de mercado del orden del 21,8% en términos de ingresos, mientras que en términos de cotizantes poseen el 21,2% del total de isapres abiertas, siendo la compañía líder en ambas mediciones. Por otra parte, las clínicas del grupo se constituyen como los principales centros de alta complejidad de sus respectivas regiones.

La clasificación de riesgo también valora la fortaleza de las marcas con que operan las unidades operativas: Integramédica, Cruz Blanca y los nombres de las respectivas clínicas son ampliamente conocidos y valorizados en sus respectivos segmentos de mercado. A ello se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria en sus respectivos sectores.

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

La clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por los riesgos asociados a la Isapre 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 para generar sinergias y eficiencias con el negocio de Integramédica, el cual se desarrolla básicamente dentro del Gran Santiago. En este contexto, se tiene que considerar que la competencia relevante de **Bupa Chile** dispone de centros de atención hospitalarios posicionados en sus respectivos segmentos de mercado.

Cabe señalar que en línea con lo anterior, el emisor ha comenzado la construcción –en un terreno de 58.589 metros cuadrados– para las operaciones de la denominada “Clínica Santiago”, ubicada en la comuna de la Florida, inversión que se estima alcanzaría en una primera fase US\$ 170 millones para implementar 314 camas, de los cuales, US\$ 33 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.

Respecto a los años 2011 y 2012 se observa un incremento en el endeudamiento relativo –desde las tres veces a las cinco veces, promedio– debido a la caída en la rentabilidad de los negocios como por el incremento en los pasivos producto de los desembolsos que deben realizarse para la construcción de la Clínica Santiago. No obstante, a juicio de la clasificadora, está situación *–ceteris paribus–* debiera revertirse a futuro con la consolidación de los centros Integramédica de reciente constitución. Pero se debe considerar que en los años venideros aumentará el endeudamiento de la sociedad producto del financiamiento de la clínica en construcción³ (a diciembre de 2014 la sociedad ya ha aumentado su deuda financiera en 6,5% producto de los avances en la edificación de la clínica). 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 **Bupa Chile** podría elevarse si se observara una mejora sostenida y relevante en sus niveles de endeudamiento relativo y/o incrementara sus niveles de desconcentración de flujos. También podría repercutir favorablemente, siempre en el mediano plazo, un desarrollo exitoso de la clínica que se comenzó a construir en Santiago.

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

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Riesgos asociados al sistema isapre: exposición a siniestralidad, regulaciones, sensibilidad a los ciclos recesivos (riesgo administrable, salvo en los aspectos regulatorios)
- Consolidación de la clínica en Santiago y riesgos propios de un proyecto de gran envergadura: sobreplazo y sobrecosto (riesgo que podría impactar negativamente los flujos del emisor hasta los primeros años de operación de la clínica; no obstante que una vez consolidada se transformaría en un importante pilar en el modelo de negocio del emisor)
- Concentración de su generación de flujos en algunos centros médicos y clínicas (riesgos con baja probabilidad que tenga un fuerte impacto)
- Riesgo de obsolescencia de equipos y sensibilidad a ciclos económicos (propio de la industria y administrable)

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2014

Al 31 de diciembre 2014 los ingresos consolidados del grupo sumaron \$ 591.252 millones, lo que corresponde a un aumento de 10,6% respecto de 2013, lo que se explica por una mayor base de afiliados en el sector asegurador y por el incremento en las atenciones de los centros médicos y clínicas. El 72,9% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre Cruz Blanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 22,4% de Integrmédica y el 10,4% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service). Los costos de explotación a diciembre 2014 han aumentado un 9,9% respecto de igual período de 2013, pese a una menor siniestralidad en el segmento asegurador; mientras que los gastos de administración y ventas crecieron un 12,4% por mayores gastos legales debido a las costas judiciales originadas por los recursos de protección impuestos por los afiliados en el área asegurador, además de los costos asociados a la apertura de nuevos centros médicos.

El resultado operacional y del ejercicio mostró un aumento, respecto de diciembre 2013, de 17,0% y 25,7%, respectivamente. El EBITDA tuvo una variación positiva de 15,0%, llegando a \$ 33.777 millones en 2014, principalmente por el aumento que tuvo la actividad en los centros ambulatorios.

Con todo, **Bupa Chile** finalizó el ejercicio del año 2014 con utilidades por \$13.813 millones, con un aumento de 25,7% respecto a 2013.

Eventos recientes

En julio **Bupa Chile** suscribió un contrato por un crédito sindicado por un monto de hasta UF 3.168.000 que tiene como finalidad financiar la construcción de la Clínica Santiago ubicada en la comuna de La Florida, incluyendo IVA y puesta en marcha. El contrato de crédito tiene un plazo de 20 años y contempla la hipoteca sobre los terrenos donde se emplazará la clínica, como la prenda sobre las acciones de las filiales.

Durante el mes de noviembre de 2014, la sociedad inicial Cruz Blanca Salud comunicó su cambio de razón social a **Bupa Chile S.A.**

Definición categoría de riesgo

Categoría A

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

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

Demandas sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile está tendiendo a envejecer y la experiencia muestra que, por lo general, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más. Según proyecciones demográficas del INE actualmente el 14,8% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,3% y en 2030 a 22,3%.

Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 7,3%⁴ del PIB, lo que es un porcentaje bajo respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 9,3%. Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo plan Auge, también favorecen el desarrollo del sector. Las cifras históricas avalan esta postura, dado que desde el año 2000 a 2012, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 105%⁵.

Fortaleza de filiales operativas: Las fortalezas del *holding* se basan en la calidad de sus filiales, las que junto con presentar marcas fuertemente posicionadas en sus respectivos segmentos, como es el caso de Integramedica, Cruz Blanca y las clínicas en las ciudades que operan, representan una red de atención que cuenta con 29 centros médicos (22 Integramedica, seis Sonorad y Centro Dra. Pilar Gazmuri), con más de 5,5 millones de atenciones anuales, cerca de 5,9 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. La Isapre, por su parte, mantiene 77 sucursales en todo el país, mientras que a diciembre de 2014 registra 375.322 cotizantes (670.068 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 21,8% en términos de ingresos. Las clínicas, además de constituirse como los principales centro de alta complejidad en sus regiones, poseen una oferta conjunta de 355 camas y un nivel de ocupación del 53%. A todo lo anterior se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria, que en el caso de las gerencias generales de las respectivas empresas implica una trayectoria que fluctúa entre los 19 y 30 años de experiencia.

Desempeño satisfactorio y perspectiva positivas: Tanto Integramedica como las clínicas exhiben una extensa trayectoria con resultados finales positivos. Asimismo, a futuro estos negocios se verán beneficiados por la percepción de la comunidad en cuanto a asignar a la salud el carácter de un derecho que implica estándares mínimos de calidad y equidad en acceso a prestaciones, situación que crea un entorno favorable para el fomento de políticas estatales que refuerzen y apoyen el gasto en salud, requiriéndose tanto de operadores públicos como privados.

Experiencia Grupo Controlador: El grupo Bupa opera en 190 países, con activos totales por US\$ 17.489 millones a diciembre de 2014 y una cartera de 29 millones de clientes lo cual le ha permitido obtener experiencia en la operación de actividades aseguradoras y de prestación de atenciones médicas bajo diversas modalidades de organización del sector salud, lo cual ha permitido una adaptación más rápida de la administración de **Bupa Chile**. Lo anterior también permitiría que en el caso de implementarse reformas al sistema de salud en nuestro país, la compañía cuente con el *know how* de su matriz para adaptarse a este cambio. Además la controladora posee fortalezas financieras en caso de que el emisor necesite del aporte de fondos ya sea por planes de expansión y/o disminución de flujos.

⁴ Base de datos de la OCDE sobre la salud 2014. Datos a 2012.

⁵ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

Factores de riesgo

Track record Isapre Cruz Blanca: Esta inversión, que es la que más aporta en términos de ingresos, pero 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 cerca de 66%, el que en 2014 más que se duplicó llegando a \$11.594 millones.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 86,4% y los gastos de administración son del orden del 11,8% de los ingresos, lo que lleva a que las utilidades de la compañía en particular, y del sector en general, estén bastante expuestas a incrementos en los niveles de siniestralidad o de gastos, así como a errores en la estructuración de tarifas y a variaciones negativas en el IPC (los planes de las Isapres se expresan en Unidades de Fomento). Además, que con los recursos de protección que interponen los afiliados en contra de las alzas de las isapres, se le está dificultando, a la industria en general, traspasar los mayores costos por siniestros a precios.

Por otra parte, teniendo en cuenta que el seguro obligatorio de salud está sujeto a regulaciones, que un porcentaje no menor de la ciudadanía tiende a percibir a la salud como un derecho que el Estado debe garantizar en forma relativamente igualitaria y que, además, este último actúa a través de Fonasa, se puede concluir que el sistema isapre presenta una particular exposición a cambios normativos que pueden afectar a los partícipes de la industria, ya sea directamente reduciendo su flexibilidad como agentes económicos, o indirectamente mejorando la salud pública (que para un segmento de la población actúa como alternativa a las isapres). Este factor de riesgo cobra mayor relevancia en una perspectiva de largo plazo y se tiene el ejemplo de los cambios en la regulación con la iniciativa de crear un Plan Garantizado de Salud (PGS). Asimismo, la implementación del plan AUGE y el dictamen del Tribunal Constitucional en cuanto a no dar plena libertad a la diferenciación de tarifas por edad a la hora de reajustar los precios de planes de salud, son muestras de que, aunque de disímiles características, el sector salud presenta particularidades que hacen que las normas que lo rigen sean comparativamente menos estables a las de otros sectores.

Sensibilidad a ciclos recesivos: Isapre 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. **Bupa Chile**, al contrario de la situación de su competencia relevante, no cuenta con una clínica en la Región Metropolitana, en donde se ubica el 40% de la población del país y 17 de los 22 centros Integramédica, cinco de los seis centros Sonorad y el centro médico Pilar Gazmuri. Además, se debe considerar que para los médicos, recurso profesional de importancia, el acceso a instalaciones

hospitalarias es un factor relevante. Con todo, se reconoce que el emisor se encuentra construyendo una clínica en la comuna de La Florida, con una inversión estimada, en una primera fase, de US\$ 170 millones. Si bien, al menos en términos teóricos, se tendería a fortalecer su modelo de negocio, la inversión conlleva los riesgos propios de todo proyecto (sobreplazo y sobrecosto) y la incertidumbre respecto a si la ejecución y operación de la clínica incrementarán, en definitiva, el valor de la empresa.

Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar: El principal centro médico de Integramédica así como la principal clínica, por separado, generan un EBITDA que representa el 10,4% y 16,3%, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados 2014). 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*

Bupa Chile es un *holding* compuesto por Isapre CruzBlanca, CruzBlanca Compañía 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
Anglolab	2013	1994
Mediperú	2013	2010

Propiedad

A diciembre de 2014 el capital de la sociedad ascendía a \$ 65.253 millones, distribuido entre 637.553.663 acciones suscritas y pagadas. En febrero de 2014, tras el resultado de la OPA lanzada, Bupa, a través de su filial Bupa-Sanitas adquirió el control de la sociedad con el 56% del capital accionario. El modelo de negocio de este grupo inglés, que cuenta con 29 millones de clientes en 190 países, consiste en operar un amplio abanico de servicios ligados a la salud, tanto en el sector privado como público.

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

Sociedad	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SPA	359.520.000	56,38%
Inv. del Pacifico S.A.	110.632.438	17,35%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	27.621.984	4,33%
Banco de Chile por Cuenta de terceros no residentes	21.763.155	3,41%
Banchile C. de B. S.A.	11.535.440	1,81%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	10.738.469	1,68%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	9.998.381	1,57%
Siglo XXI Fondo de Inversión	9.393.083	1,47%
Penta C. De B. S.A.	8.193.493	1,29%
BTG Pactual Chile S. A. C. de B.	6.903.371	1,08%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo De Inversión (Cta. Nueva)	6.524.678	1,02%
AFP Habitat S.A. para Fdo. Pensión C	5.021.608	0,79%
Otros	49.707.563	7,82%

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
Alvaro Erazo Latorre	Director
Ignacio Ereño Iribarren	Director
Gabriela Pueyo Roberts	Director
Carlos Jaureguizar Ruiz-Jarabo	Director
Monica Parames Garcia-Astigarraga	Director
José Francisco Tomás Martínez	Director

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

Nombre	Cargo
Andrés Varas Greene	Gerente General Bupa Chile S.A.
Marcelo Bermúdez Sáenz	Gerente Corporativo de Finanzas Bupa Chile S.A.
Fernando Soza Cáceres	Gerente de Clínicas Regiones y Procesos Hospitalarios Bupa Chile S.A.
Óscar Zarhi Villagra	Gerente Corporativo Legal Bupa Chile S.A.
Soledad Matus Aguilar	Gerente Corporativo de Personas Bupa Chile S.A.
Francisco Amutio García	Gerente Corporativo de Estrategia, Desarrollo y Marketing Bupa Chile S.A.
Andrés Coghlan Bercetche	Gerente Corporativo de TI Bupa Chile Servicios Corporativos SpA
César Oyarzo Mansilla	Gerente General Integramédica S.A.
Cristián De la Fuente Díaz	Gerente General Inversiones Clínicas CBS S.A. (Clínica Bupa Santiago)
Arturo Labbé Castro	Gerente General Isapre Cruz Blanca S.A.
Rodrigo Joglar Espinosa	Gerente General Cruz Blanca Compañía de Seguros de Vida S.A.
Paulina Gómez Bradford	Gerente Corporativo Médico Bupa Chile S.A.

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 CruzBlanca Compañía Seguros de Vida), servicios hospitalarios (clínicas y hospitalización domiciliaria), servicios ambulatorios (Integramédica) y el área internacional (con operaciones en Perú).

Área aseguradora: Compuesta, en lo fundamental, por Isapre Cruz Blanca a la que se le agregó, a fines de 2013, la Compañía de Seguros Cruz Blanca. La isapre actualmente tiene una participación de mercado de

21,8% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 72,9% de los ingresos totales del *holding* en 2014.

Área prestadora hospitalaria: Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service (hospitalización domiciliaria), ubicadas en las regiones de Valparaíso, Antofagasta y de Arica y Parinacota, respectivamente, con un total de 355 camas y una ocupación promedio de 53% los últimos dos años. Representan el 10,4% de los ingresos totales.

Área prestadora ambulatoria: Compuesta por centros médicos Integramédica (uno de los principales prestadores de salud ambulatoria privada del país), la red de centros médicos Sonorad y centro médico Consulta Dra. Pilar Gazmuri. Cuenta con 29 centros médicos distribuidos en cinco regiones (23 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 22,4% de los ingresos del *holding*.

Área internacional: Incluye la gestión de Cruz Blanca Salud Perú, Resomasa (dedicada a los servicios de diagnóstico por imágenes), Anglolab (laboratorio) e Integramédica Perú. Esta última se encuentra en su fase inicial de operación. El área internacional representa el 1,3% de los ingresos de la empresa.

Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* entre enero y diciembre de 2014 fueron \$591.252 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$33.777 millones. La distribución de estos indicadores fue la siguiente:

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

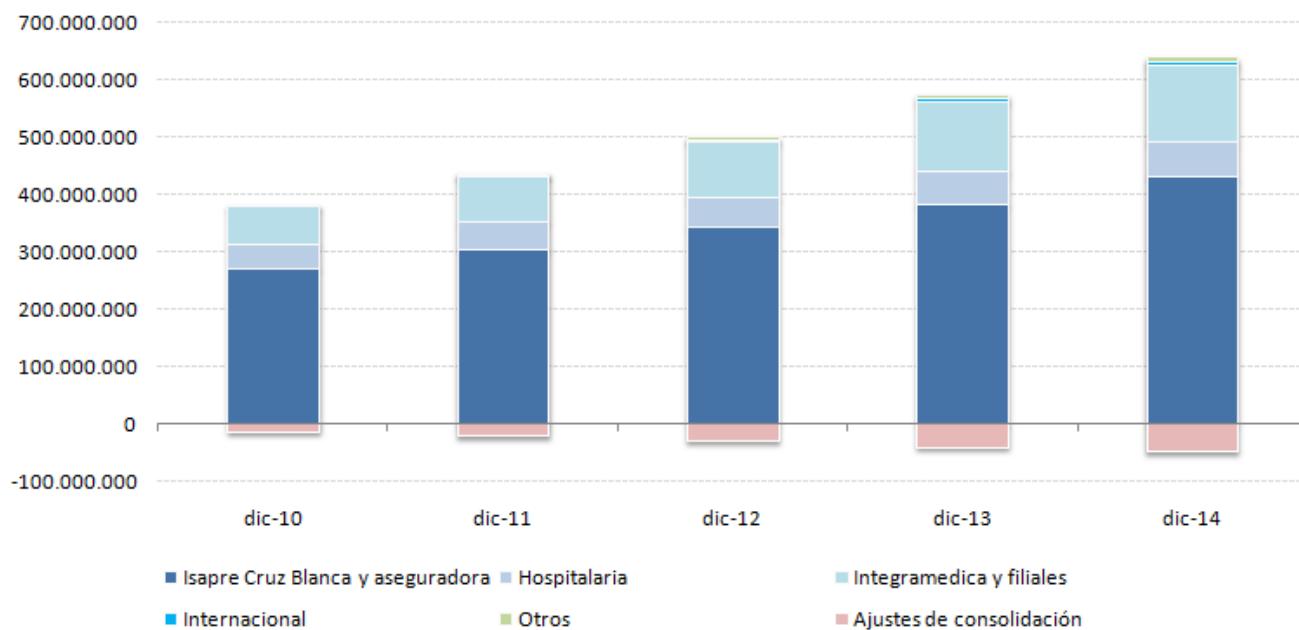
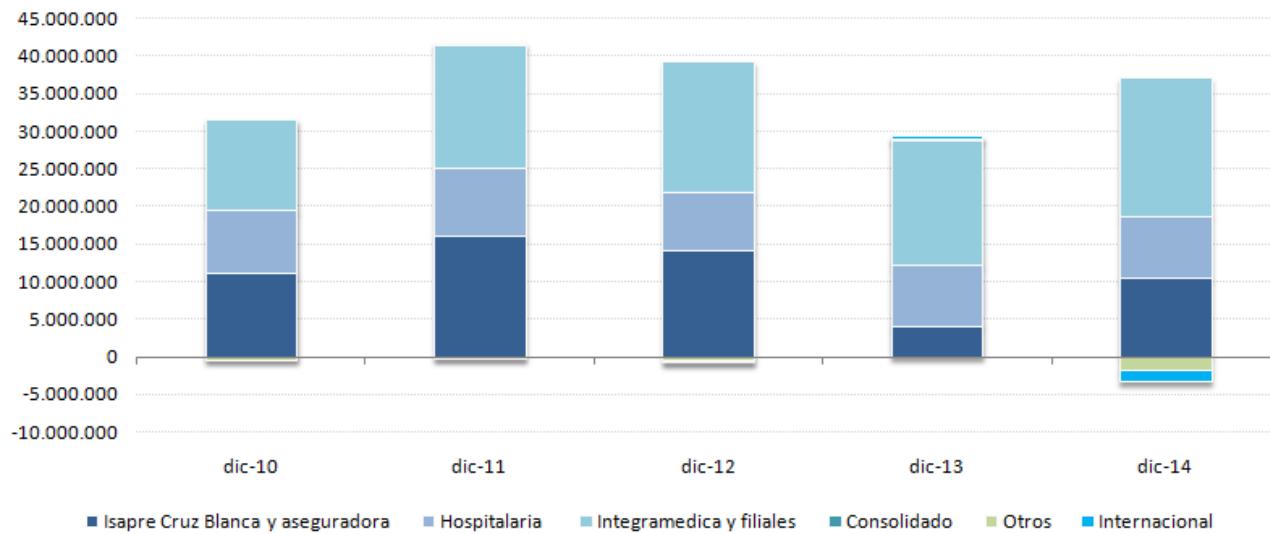


Ilustración 2
Evolución del EBITDA consolidado por área
(En miles de pesos)



Es importante señalar que si bien la Isapre Cruz Blanca aportó el 72,9% de los ingresos, su EBITDA (un 30,9%) en términos absolutos es muy menor al que genera la atención ambulatoria a través de Integramédica, la que, participando en un 22,4% en los ingresos totales, aporta un 54,5% al EBITDA del grupo. Ocurre lo mismo con el aporte del área hospitalaria, que sólo con una participación de 10,4% en los ingresos, genera el 24,5% 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 13,5%, el del área ambulatoria aproximadamente de 13,9% y el del área aseguradora de sólo un 2,4%. Cabe agregar que gran parte del EBITDA de la compañía es generado por el área ambulatoria por concepto de exámenes de laboratorio e imagenología, las cuales tienen mejores márgenes. Según la información entregada por el emisor, Integramédica cuenta con el laboratorio más grande del país.

Distribución de activos y pasivos financieros

A diciembre de 2014 los activos totales del *holding* alcanzaron \$ 515.599 millones, un 7,0% sobre los de diciembre de 2013. Tal aumento se explica principalmente por los mayores activos corrientes producto del crecimiento en la actividad comercial en todas las unidades de negocio lo que se refleja en la variación de los deudores comerciales.

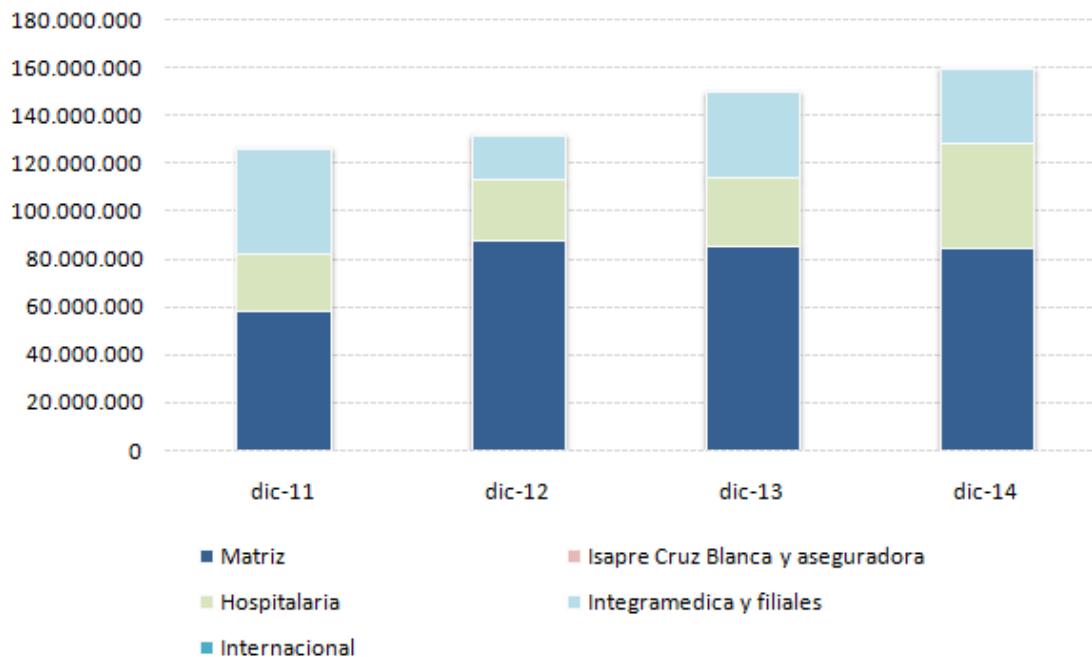
A la misma fecha, la deuda financiera del grupo ascendía a \$160.634 millones, aumentando un 6,5% respecto a 2013 (\$150.831 millones). Este incremento se debe al mayor endeudamiento del área hospitalaria la que aumentó en un 50,3% respecto de 2013, totalizando los \$44.149 millones; lo anterior es producto del comienzo de la construcción de la Clínica Santiago. Según datos a diciembre de 2014, la mayor parte de la deuda corresponde a la matriz con \$84.432 millones. Integramédica mostró una deuda financiera de \$

⁶ Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos

31.456 millones y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$ 44.150 millones. Cabe señalar que el 82% de la deuda se concentra en el largo plazo, y corresponde principalmente a obligaciones con bancos (58,2%) y bonos (28,9%).

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

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



Descripción líneas de negocios

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

Área aseguradora

Integrada actualmente por la Isapre 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 año Isapre Cruz Blanca se fusionó con Isapre Normédica (presente en Antofagasta) mejorando la posición de mercado de la institución.

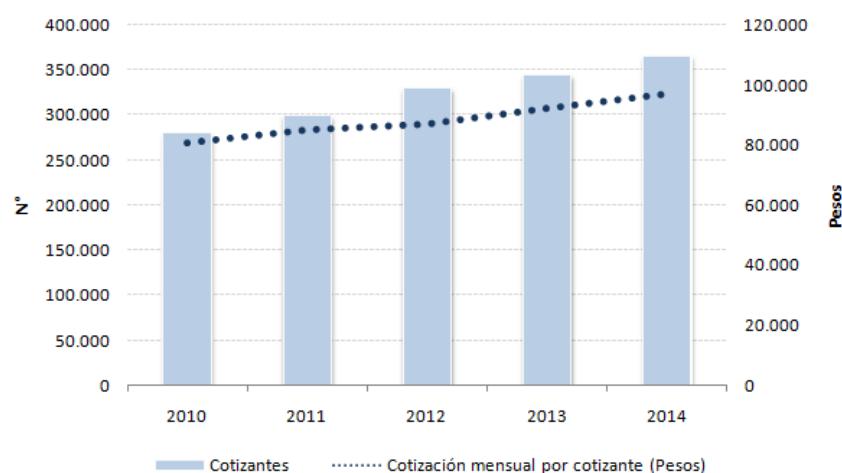
Actualmente, la isapre cuenta con 77 sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos de la Superintendencia de Salud, a diciembre de 2014, la isapre registra 375.322 cotizantes (670.068 beneficiarios).

Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Aseguradora						
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos totales	247.085	270.961	304.772	343.246	383.909	430.979
Costo de ventas	-216.613	-227.097	-256.682	-295.424	-338.189	-372.963
Ganancia bruta	30.473	43.864	48.090	47.822	45.721	58.016
Gastos de administración	-32.625	-34.629	-34.316	-36.484	-43.924	-50.053
Resultado operacional	-915	10.654	14.327	11.885	1.797	7.963
Costos financieros	0	0	0	-420	-399	-278,177
Utilidad del Ejercicio	-622	8.364	13.705	11.453	3.926	11.071
EBITDA	-423	11.089	16.072	14.154	4.106	10.427

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

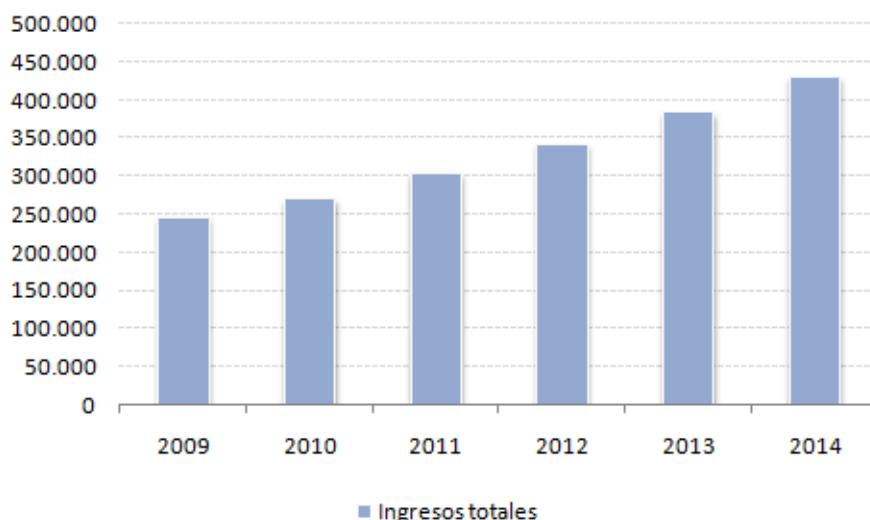
Ilustración 4
Evolución de los cotizantes y la cotización mensual
(En miles de pesos)



Evolución de los ingresos

Tal como muestra el gráfico, los ingresos han aumentado constantemente a tasas promedio del 11,8% anual. Esto por mayor cantidad de cotizantes y porque sus cotizaciones mensuales han aumentado.

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



Evolución de los resultados

Como se aprecia en el siguiente gráfico, desde 2011 a 2013 los resultados operacionales y del ejercicio han ido cayendo por el aumento en la siniestralidad, explicadas por dos causas: el aumento de los costos de licencia médicas y por una mayor frecuencia de uso y valor de las prestaciones por los gastos hospitalarios. Las pérdidas que la compañía registró entre 2008 y 2009 (cuando estaba en manos de otros controladores) se revirtieron y contrastaban negativamente con las ganancias que obtenía el resto del mercado de salud privada a la misma fecha. La mayor eficiencia se logró producto de una serie de medidas adoptadas por la nueva administración, entre las que se pueden mencionar: adecuación de las tarifas de los planes, mejoramiento de la gestión de cobranza, control de las licencias médicas y cambio de imagen corporativa. Los resultados de la empresa mostraron una tendencia creciente hasta 2011, no obstante en el ejercicio de 2012 y 2013 se observan disminuciones en los resultados por las causas antes descritas. Lo anterior, se pudo subsanar en 2014 producto una mayor cotización pactada y unos mayores ingresos por efecto de aumentos de la UF, entre otros.

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

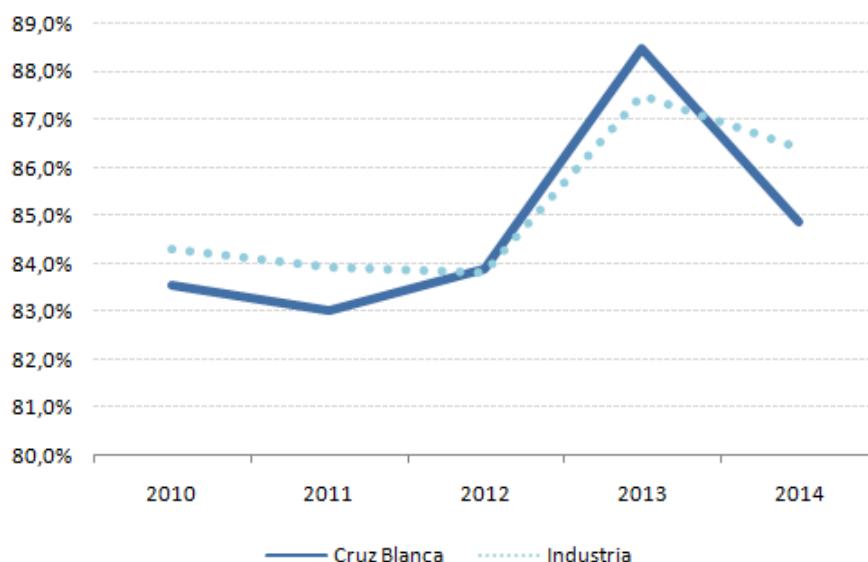


Siniestralidad

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. Durante 2014, la siniestralidad de la compañía logró estar por debajo a la registrada por el sistema.

A continuación se muestra la evolución de los últimos años:

Ilustración 7
Evolución de la siniestralidad
(%)



Área prestadora ambulatoria

Esta área está compuesta principalmente por Integramédica S.A., sociedad constituida en 1995 y que está orientada a la prestación de servicios médicos ambulatorios e integrales en todas las especialidades. La empresa cuenta con una red de 22 centros Integramédica, 6 Sonorad y el centro médico Clínica Pilar Gazmuri, realizando 5,5 millones de atenciones ambulatorias y 5,9 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. Tiene presencia en cinco regiones del país: Metropolitana, Coquimbo, Valparaíso, Maule y Biobío, las que concentran el 72,6% del total de la población de Chile. El mercado objetivo de la empresa son las personas pertenecientes a los grupos socioeconómicos C2-C3, tanto afiliados a isapres como a Fonasa. En menor medida, sirve también a personas del grupo ABC1, principalmente en los centros médicos ubicados en Las Condes (Alto Las Condes y Manquehue).

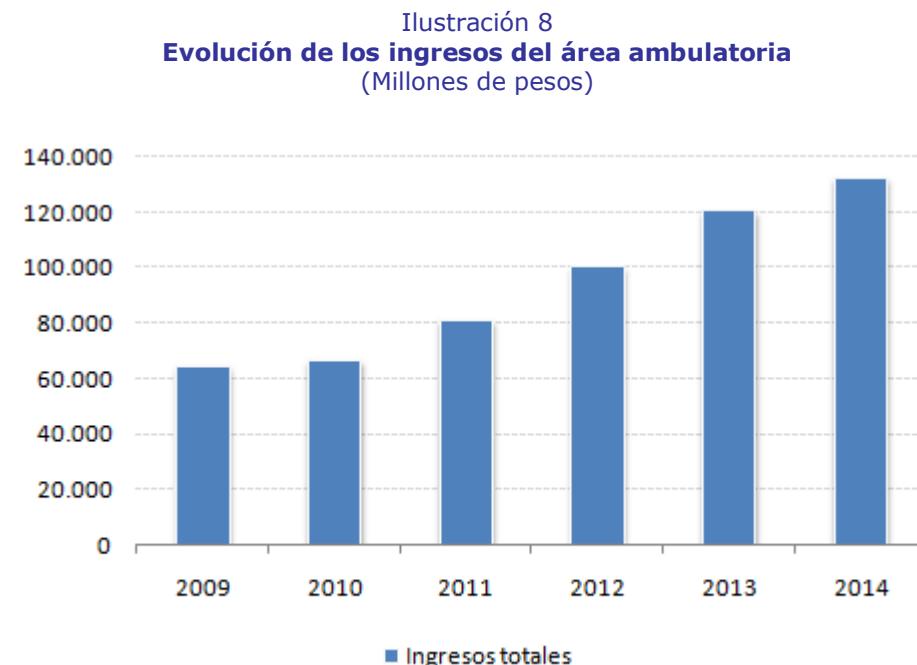
Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Ambulatoria						
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos totales	64.751	66.926	81.355	100.557	120.589	132.641
Costo de ventas	-40.898	-41.661	-45.800	-61.542	-72.514	-80.307
Margen Bruto	23.853	25.265	35.555	39.014	48.075	52.334
Gastos de administración	-16.799	-16.919	-22.774	-25.998	-36.070	-39.226
Resultado operacional	8.542	7.235	13.931	13.079	12.005	13.108
Costos financieros	-3.577	-2.205	-3.952	-3.338	-2.242	-2.447
Utilidad del Ejercicio	4.739	4.256	10.507	9.428	8.554	12.966
EBITDA	10.908	12.143	16.476	17.495	16.667	18.408

Balance General Área Ambulatoria						
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activos Corrientes	4.655	7.166	15.442	12.438	14.849	12.559
Activos No Corrientes	32.083	138.141	146.371	133.843	144.364	154.841
Total Activos	36.738	145.307	161.813	146.282	159.213	167.399
Pasivos Corrientes	9.307	8.581	19.170	30.124	23.279	27.978
Pasivos No Corrientes	15.423	46.994	46.048	14.426	28.632	23.573
Pasivos Totales	24.730	55.575	65.218	44.550	51.911	51.552
Patrimonio total	12.008	89.732	96.596	101.731	107.302	115.848
Patrimonio y Pasivos, Total	36.738	145.307	161.813	146.281	159.213	167.399
Deuda Financiera	11.845	41.415	44.135	18.746	35.591	31.456

Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a tasas promedio de 15,7% anual entre 2009 y 2014.

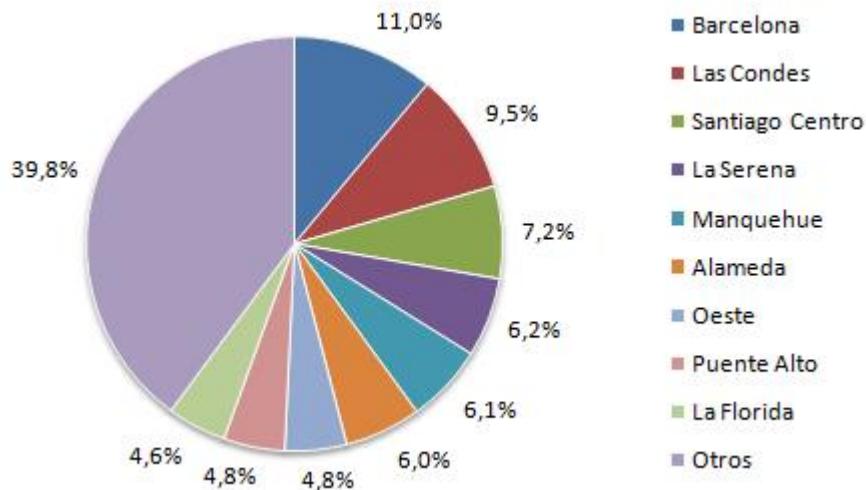


La empresa cuenta con 29 centros médicos, de los cuales tres fueron inaugurados en 2013; y dos en 2014 por lo tanto, aún no alcanzan su completa madurez (que para un centro médico es de doce a 18 meses).

Dos centros de Integramédica, Barcelona y Las Condes, concentran más del 20,5% de los ingresos del área ambulatoria, donde el primero explica el 11,0% y el segundo el 9,5%. Estos mismos centros representan el 2,5% y 2,1%, 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.

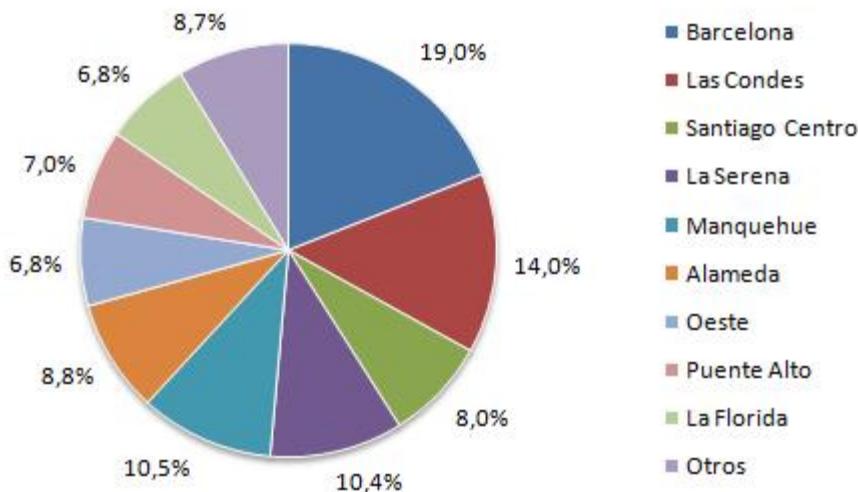
Distribución de los ingresos operacionales
 (Como % de los ingresos del segmento ambulatorio)
 (A diciembre de 2014)



Los dos centros anteriormente señalados representan el 19,0% y el 14,0% del EBITDA generado en el sector ambulatorio (recordemos que este segmento contribuye con el 54,5% del EBITDA del *holding*). De este modo, ambos centros contribuyen con el 10,4% y 7,6% del EBITDA consolidado.

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

Distribución del EBITDA
 (Como % de EBITDA del segmento ambulatorio)
 (A diciembre de 2014)

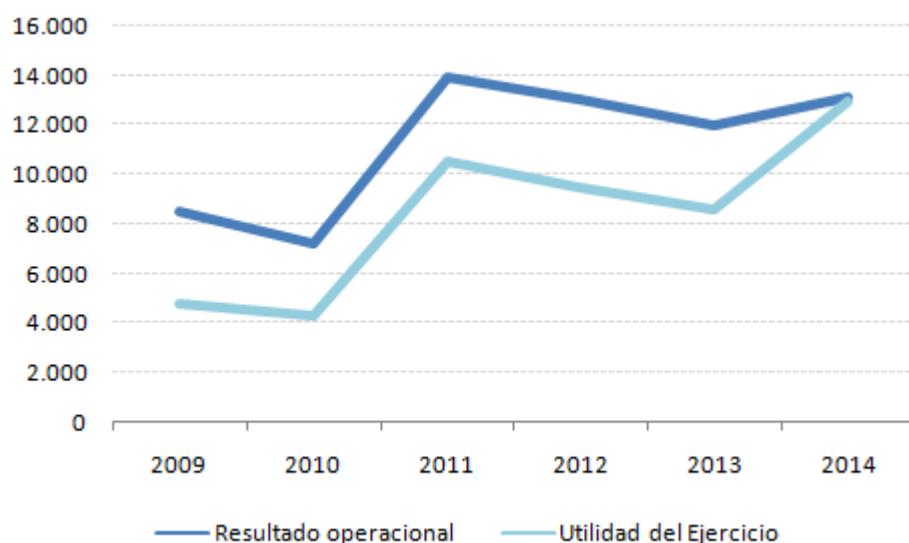


Evolución de los resultados

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

Durante 2014, los costos de explotación crecieron un 11% respecto de 2013, lo que se debe a un aumento de los gastos de personal por la mayor dotación en los centros médicos, principalmente a los que están comenzando su operación. Además, los gastos de administración y ventas aumentaron un 9% en el año 2014, por mayores costos asociados a las aperturas de nuevos centros y los arriendos asociados a estos.

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



Área prestadora hospitalaria

El área de prestaciones hospitalarias está integrado por tres clínicas, ubicadas en Arica, Antofagasta y Viña del Mar y, además, 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 160 camas y una superficie construida de 19.800 m². Durante 2014, obtuvo un EBITDA de \$1.726 millones, un 5,2% menos al alcanzado en por menores niveles de actividad. Así, este ítem representó el 20,8% 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 151 camas y una superficie construida de 15.170 m². En 2014, generó ingresos por \$29.542 millones un 12,7% más que en 2013 y EBITDA por \$5.498 millones, un 13,6% superior que 2013 debido al mejor *mix* de venta. Esta unidad representó el 66,4% del EBITDA de esta línea de negocios durante 2014.

Clínica San José está ubicada en Arica. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 44 camas y una superficie construida de 8.350 m². Las ventas, durante 2014, disminuyeron un 2,6% a \$ 5.253 millones y el EBITDA disminuyó un 65,4% respecto a 2013, totalizando \$325 millones por un aumento en la actividad de pacientes críticos y un alza de los precios promedios. La clínica representa el 3,9% del EBITDA del segmento a 2014.

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

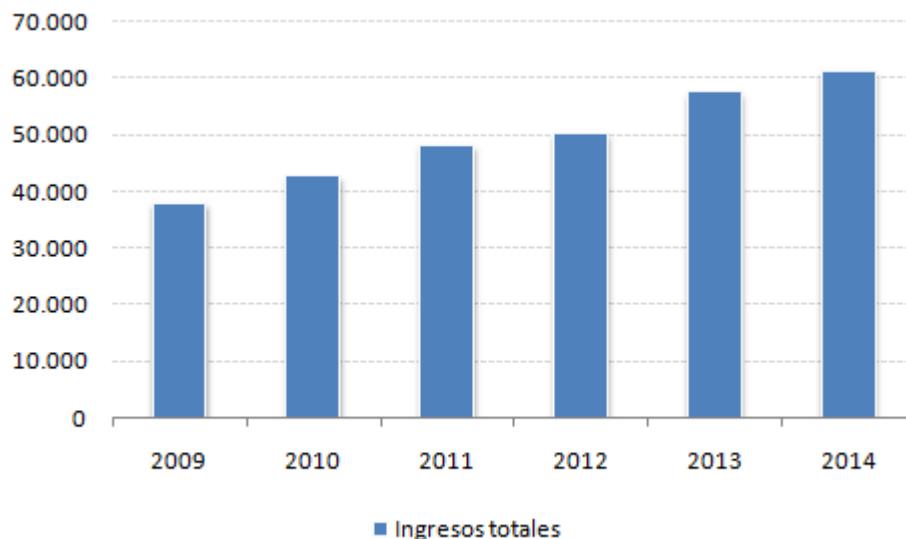
Estado de Resultados Área Hospitalaria						
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos totales	38.098	42.809	48.248	50.354	57.614	61.367
Costo de ventas	-29.436	-33.565	-37.802	-40.906	-43.962	-47.874
Margen Bruto	8.662	9.244	10.446	9.448	13.652	13.493
Gastos de administración	-2.843	-3.380	-4.103	-4.569	-5.988	-8.767
Resultado operacional	5.921	6.258	5.518	5.231	5.061	4.726
Costos financieros	-960	-1.199	-1.266	-1.050	-1.697	-1.680
Utilidad del Ejercicio	4.355	3.890	3.155	4.517	2.672	1.318
EBITDA	8.184	8.377	8.996	7.651	8.275	8.280

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

Evolución de los ingresos

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

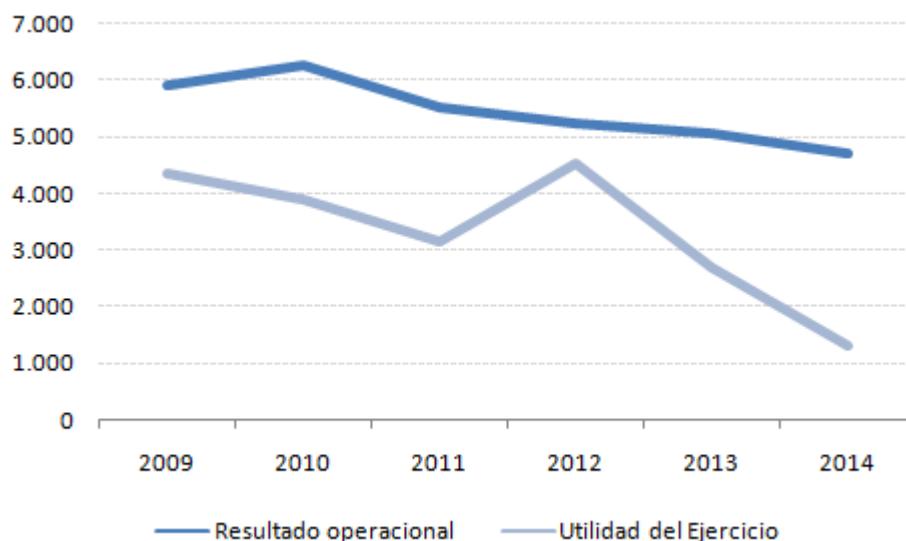
Ilustración 10
Evolución de los ingresos del área hospitalaria
(Millones de pesos)



Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los resultados de la empresa en este segmento han tendido a disminuir. A diciembre de 2014, la utilidad neta disminuyó un 50,4% producto de una mayor perdida por el mayor valor de la unidad de fomento.

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



Análisis financiero de Bupa Chile⁷

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Bupa Chile**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2014.

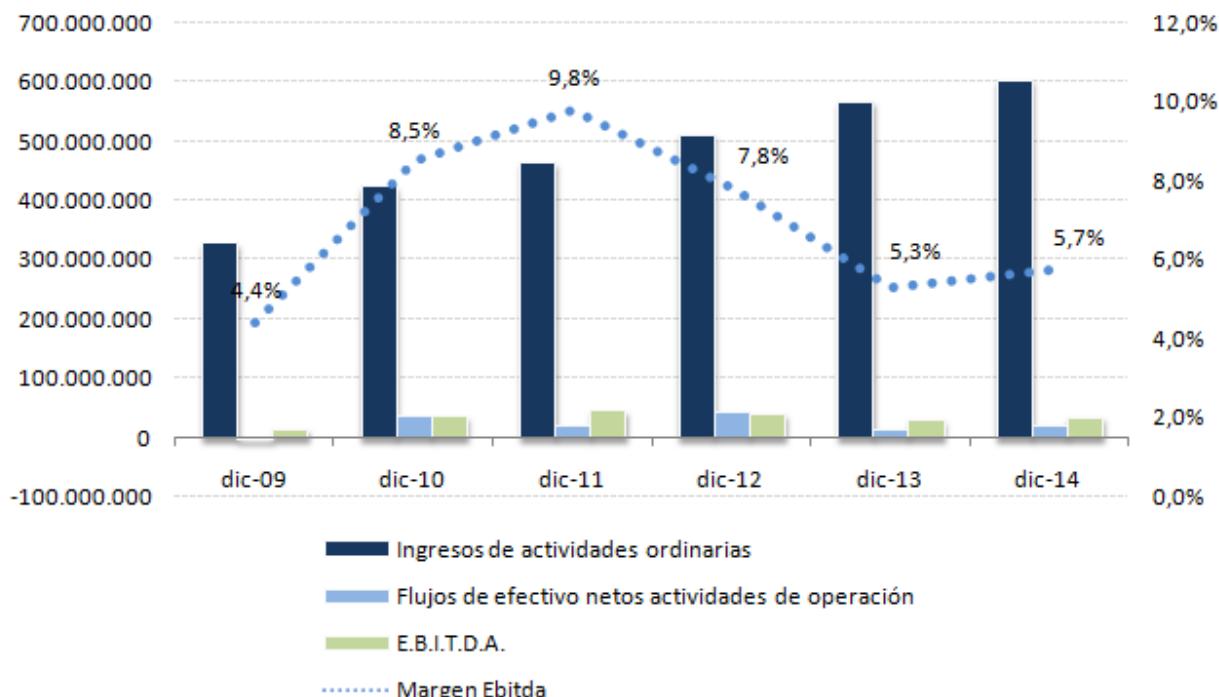
Evolución de los ingresos y EBITDA

Bupa Chile alcanzó ingresos por \$591.252 millones en el período comprendido entre enero y diciembre 2014, lo que corresponde a un aumento de 10,6% respecto de 2013. 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 16,3% 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 Integramedica fue muy beneficiosa, ya que esta área de negocios aporta el 54,5% del EBITDA total, aún participando sólo con un 22,4% en los ingresos.

La tasa de eficiencia, medida como gastos de administración y ventas sobre los ingresos, fue de 18,1% a diciembre de 2014, aumentando desde el 17,8% de 2013. Esto se debió a mayores gastos de administración y venta producto, entre otras cosas, a los centros médicos recientemente inaugurados, además del incremento en los gastos legales y notariales debido a las costas judiciales originadas por los recursos de protección interpuestos por los afiliados en el segmento asegurador. Lo anterior ha llevado a una reducción en los márgenes EBITDA de la compañía, tal como se ve en la Ilustración 12.

⁷ Para efectos comparativos, las cifras presentadas en esta sección del informe están expresadas en pesos de diciembre de 2014.

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



Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 31 de diciembre 2014 la deuda financiera del *holding* ascendía a \$ 160.634 millones, un 6,5% superior a la que registraba al cierre del 2013 (\$ 150.831 millones) debido al aumento de préstamos bancarios.

Del total de la deuda financiera, el 82% se concentraba en el largo plazo. El aumento significativo del año 2010 respecto a 2009 (116%) correspondió a un crédito sindicado destinado a refinanciar pasivos y adquirir Integramédica.

Durante 2014, se observa una mayor generación anual de EBITDA⁸ de 15,0% producto de la mayor actividad tanto en los centros ambulatorios y hospitalarios. Así, la relación deuda financiera sobre EBITDA cayó desde 5,1, en 2013, a 4,8 veces en 2014. Por otra parte, la relación entre deuda financiera (DF) y Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP)⁹ bajó desde 5,5 veces a 5,2 veces en 2014.

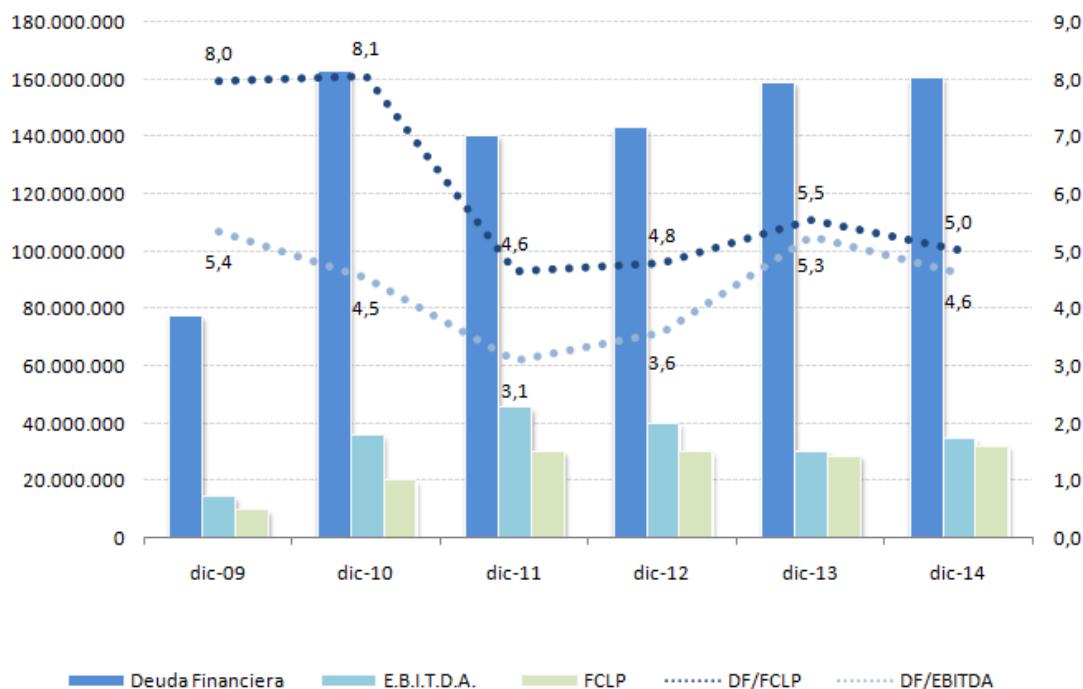
Cabe mencionar que, a juicio de **Humphreys**, el FCLP de la compañía está subvaluado por cuanto no recoge la capacidad de generación caja de los centros de Integramédica de reciente constitución. En la medida que estos nuevos centros alcancen rendimientos similares a los ya consolidados, la relación DF/FCLP podría disminuir.

⁸Calculado como ganancia bruta + gastos de administración + depreciación.

⁹El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

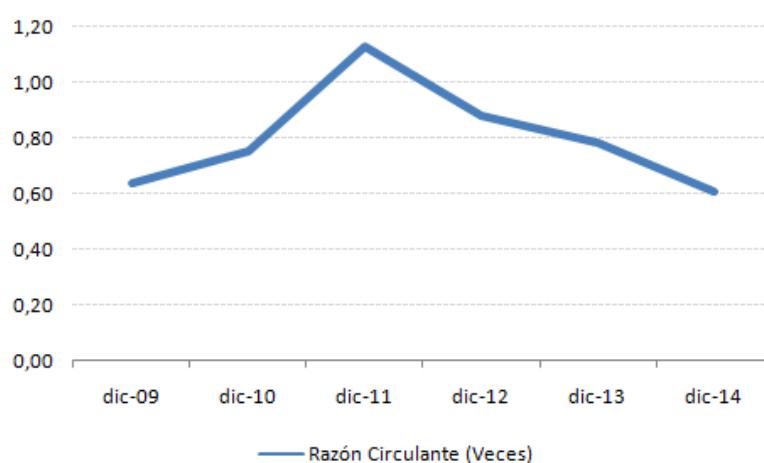
En la Ilustración 13, se muestra la evolución de los indicadores:

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



En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante¹⁰, salvo el 2011, ha sido persistentemente inferior a uno.

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



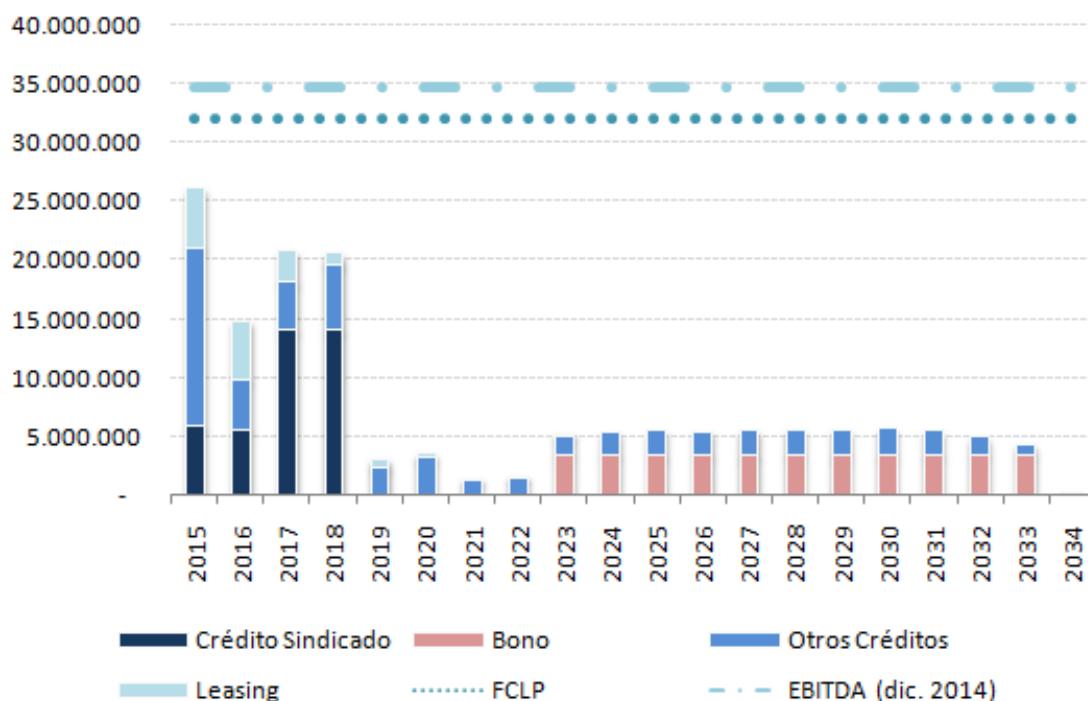
¹⁰ Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante

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 en torno a los \$30.000 millones, valor que le entrega una holgura aceptable para hacer frente a sus compromisos financieros entre 2015 y 2018 y muy holgada para los restantes períodos.

A continuación, en Ilustración 15, se muestra el plan de amortizaciones anuales de la deuda del holding actualmente vigente. Como se observa, la posición de la compañía genera holguras relativamente bajas frente al pago anual de la deuda para 2015.

Ilustración 15
Evolución del perfil de amortizaciones frente al EBITDA y FCLP
(Miles de pesos)



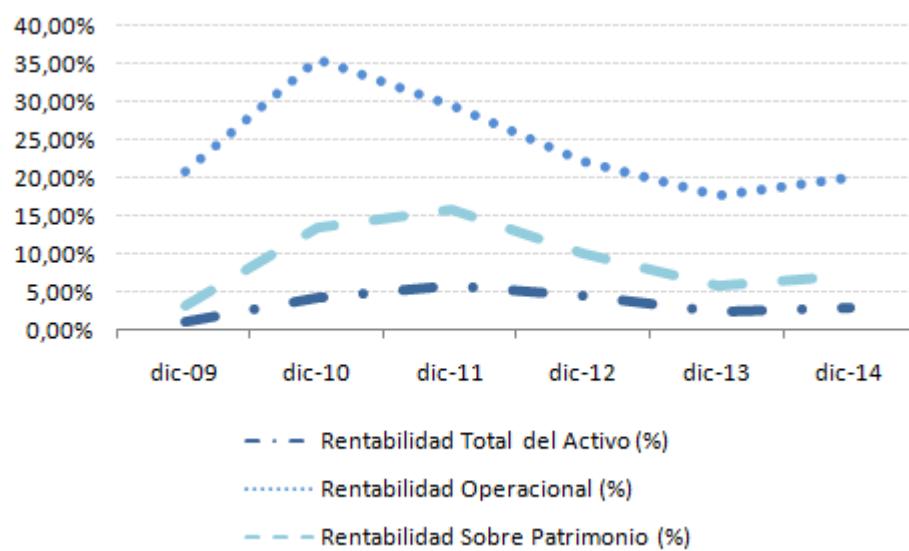
Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad¹¹ de la compañía ha venido cayendo desde 2010 al ejercicio finalizado en septiembre de 2014.

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 ha mostrado una caída, por lo que la rentabilidad de los activos ha tendido hacia la baja. Por otra parte, el resultado operacional de la compañía ha descendido producto de los mayores costos que la emisora ha debido enfrentar, sobretodo en el área aseguradora.

Ilustración 16
Evolución de la rentabilidad (%)



¹¹ 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 **Bupa Chile** a diciembre de 2014 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	19/06/2012 – Nº 722	19/06/2012 – Nº 723
Monto máximo ¹²	UF 4.000.000	UF 4.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento o pesos nominales	Unidades de fomento o pesos nominales
Plazo vencimiento	10 años	30 años
Otros	El emisor podrá renunciar a la parte no colocada de las líneas mediante escritura pública, reduciendo el total de la línea al monto colocado.	

Covenants financieros			
	Líneas de bonos	dic-13	dic-14
Deuda financiera sobre patrimonio total	Menor a 1,75 veces (trimestral)	0,78 veces	0,84 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.	5,46 veces	5,74 veces

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

¹² 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.