



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Nueva emisión

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

Cruz Blanca Salud

Abril 2012

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 diciembre 2011

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 10 años	En proceso de inscripción
Línea de bonos a 30 años	En proceso de inscripción

Estado de Resultados Consolidado IFRS			
MM \$	2009	2010	2011
Ingresos totales	280.142	367.445	415.583
Costo de ventas	-240.176	-288.953	-322.826
Margen Bruto	39.965	78.492	92.756
Gastos de administración	-36.142	-55.840	-59.768
Resultado operacional ¹	5.682	23.430	35.444
Costos financieros	-3.669	-7.043	-10.067
Utilidad del Ejercicio	2.268	11.151	21.310
EBITDA	9.046	31.131	43.633

Balance General Consolidado IFRS				
MM \$	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11
Activos Corrientes	55.406	51.122	65.112	133.216
Efectivo y Equivalentes al Efectivo, y Otros activos financieros corrientes	23.847	18.415	26.467	92.536
Activos No Corrientes	163.517	167.938	266.769	296.782
Total Activos	218.923	219.060	331.880	429.999
Pasivos Corrientes	73.798	79.952	86.228	119.185
Pasivos No Corrientes	72.397	66.472	153.331	130.965
Pasivos Totales	146.195	146.424	239.559	250.150
Patrimonio total	72.727	72.636	92.321	179.848
Patrimonio y Pasivos, Total	218.923	219.060	331.880	429.999
Deuda Financiera	65.070	65.971	142.340	127.269

¹ Para el cálculo del resultado operacional se incorporan los ingresos y gastos por función.

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

Durante 2011 la empresa alcanzó ventas consolidadas por cerca de \$ 415.483 millones (US\$ 800,4 millones²), aportando Isapre Cruz Blanca, Integramédica y las clínicas aproximadamente el 70%, 19% y 11% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, que en 2011 ascendió a \$ 43.633 millones (US\$ 84,0 millones), la distribución fue en torno al 39%, 40% y 22%, en el mismo orden. A la misma fecha la empresa mantenía deuda financiera por \$ 127.269 millones y un patrimonio por \$ 179.848 millones. A futuro, producto del plan de inversión y de financiamiento de la empresa -que incluye la emisión de bonos en el mercado de oferta pública- la deuda financiera debiera incrementarse en cerca de UF 2 millones, lo cual, en el corto plazo, implicaría un alza en el indicador de deuda financiera sobre EBITDA, situación que posteriormente sería revertida en la medida que las nuevas inversiones se vayan rentabilizando, sin perjuicio del efecto favorable que las políticas que está aplicando la administración para hacer más eficientes los negocios ya consolidados pudiesen tener sobre la generación de flujos.

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

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la relevancia y posicionamiento de las filiales operativas en sus respectivos mercados. Integramédica es una de las principales redes de centros de atención médica del país, pese a operar principalmente en la región metropolitana. Isapre Cruz Blanca tiene una participación de mercado del orden del 20% en términos de cotizantes y un 21% en términos de ingresos, mientras que las clínicas del grupo se constituyen como los principales centros de alta complejidad de sus respectivas regiones. Durante 2010 y 2011 todas estas empresas presentan adecuados resultados financieros.

² Tipo de cambio utilizado, al 31 de diciembre de 2011: \$ 519,2/US\$.

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

Paralelamente, como elemento positivo, se incluye el crecimiento persistente en los últimos cinco años del ingreso y del EBITDA, tanto del conjunto de clínicas como de los centros médicos (Integramédica), que en el caso de estos últimos se refuerza por el acceso a economías de escala, que se ha traducido en un incremento del margen EBITDA/ingresos. Este desarrollo se refuerza por las políticas públicas que se canalizan a través de prestadores privados.

La clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por los riesgos asociados a la Isapre Cruz Blanca, una de las principales inversiones del *holding*, y la necesidad del grupo de tener presencia en las prestaciones hospitalarias de la Región Metropolitana.

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

La necesidad de una clínica en la Región Metropolitana, por su parte, se explica por generar sinergias y eficiencias con el negocio de Integramédica, el cual se desarrolla básicamente dentro del Gran Santiago. En este contexto, se tiene que considerar que la competencia relevante de **Cruz Blanca** dispone de centros de atención hospitalarios posicionados en sus respectivos segmentos de mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, el emisor ha proyectado la construcción de una clínica en Santiago, con lo cual a futuro podría ver fortalecido su modelo de negocio. Pero no se puede desconocer que la inversión incorpora los riesgos propios de todo proyecto –referidos a plazos y costos- y los riesgos de implementación y de operación (capacidad de alcanzar el punto de equilibrio).

La categoría de riesgo asignada considera, además, la elevada importancia relativa en los flujos generados por algunos de los centros de atención médicas y de algunas clínicas regionales. Asimismo, se recoge la concentración por deudor de sus cuentas por cobrar, riesgo que en todo caso se ve atenuado por corresponder a créditos de muy corto plazo, por la solvencia de los deudores -básicamente Fonasa e isapres- y por la regulación a que están sometidas estas últimas, en particular aquellas normas que tienden a proteger el pago a los prestadores de los servicios de salud.

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

A futuro, la clasificación de **Cruz Blanca** podría elevarse si se observara una mejora sostenida y relevante en sus niveles de endeudamiento relativo y/o incrementará sus niveles de desconcentración de flujos. También

podría repercutir favorablemente, siempre en el mediano plazo, un desarrollo exitoso de la clínica que se tiene presupuestado 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.

Hechos recientes

Al 31 de diciembre 2011 los ingresos consolidados del grupo sumaron \$ 415.583 millones, lo que corresponde a un aumento de 13,1% respecto de 2010, lo que se explica básicamente por la incorporación al grupo de Integramédica. El 70% de los ingresos provino de Isapre Cruz Blanca, el 19% de Integramédica y el 11% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta y Clínica San José). Los costos de explotación a diciembre 2011 han aumentado un 11,7% respecto de igual período de 2010; un incremento menor tuvieron los gastos de administración y ventas, alcanzando un 7,0%.

El resultado operacional y del ejercicio mostraron un incremento importante respecto de diciembre 2010 (51,3% y 91,1% respectivamente). El EBITDA tuvo una variación positiva de 40,2%, llegando a \$ 43.633 millones en 2011, principalmente por el efecto de Integramédica, que explicó el 40% del total del EBITDA del *holding*. La Isapre Cruz Blanca, pese a representar gran parte de los ingresos de la compañía, aporta al EBITDA total un porcentaje similar al de Integramédica (39%), dado el menor margen EBITDA /Ingresos.

Con todo, **Cruz Blanca** finalizó el ejercicio del año 2011 con utilidades por \$ 21.310 millones, con una variación del 91,1% respecto a 2010.

Eventos recientes

Con fecha 23 de junio de 2011 se fijó en \$ 500 el precio de colocación de cada una de las 158.938.000 acciones de pago ordinarias, para efectos de la apertura en Bolsa de **Cruz Blanca** (a excepción de 32.524.325 acciones que fueron suscritas por el Fondo de Inversión Privado Costanera, y 4.350.000 acciones que fueron destinadas a compensar a los trabajadores). Posteriormente se hizo una segunda colocación de 100.000.000 acciones de pago, al precio ya indicado.

El 29 de junio de 2011 concluyó el proceso de apertura en bolsa, colocándose 222.063.675 a un precio de \$ 500.

Con fecha 17 de noviembre de 2011 se creó una nueva filial en Perú, como parte del proyecto de expansión internacional. Operando bajo el nombre de Cruz Blanca Salud Perú S.A.C. y su objeto es efectuar inversiones inmobiliarias así como inversiones en bienes muebles, corporales o incorporeales en sociedades cuyo giro sea la prestación de servicios en el área de la salud.

El 26 de diciembre de 2011 se constituyó la filial Cruz Blanca Salud Internacional S.A., con un capital inicial de \$ 2.500 millones dividido en 2.500.000 acciones ordinarias, de una sola serie y sin valor nominal. La

participación de **Cruz Blanca** en esta sociedad es de 99,99%. Esta inversión se financiará con aporte directo de capital por parte de los accionistas.

El 6 de febrero de 2012, el *holding* a través de Integramédica adquirió Clínica Santa Lucía, principal prestador ambulatorio de la comuna de San Bernardo, ampliando su participación en el negocio ambulatorio.

Definición categorías de riesgo

Categoría A

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Sinergia de las filiales operativas: La relación entre el seguro de salud, los centros de atención médica y las clínicas, permite potenciar a cada uno de los negocios, facilita el control de costos, otorga conocimiento respecto de toda la cadena que afecta a su demanda y protege los resultados del grupo de la forma en que se distribuyen los márgenes dentro del sector (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.

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile está tendiendo a envejecer y la experiencia muestra que, por lo normal, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los 50 años o más; a la vez, este gasto se correlaciona positivamente con el ingreso per cápita de los países. En Chile, que gasta en torno al 7% del Producto Interno Bruto en este ítem, el consumo per cápita en bienes y servicios de salud es alrededor de US\$ 700 dólares, mucho menor al de los países desarrollados (que superan los US\$ 3.000 e incluso llegan a US\$ 7.500).

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 catorce centros médicos, con más de cuatro millones de atenciones anuales, sobre tres millones de exámenes e ingresos diversificados por consultas médicas, laboratorios, imagenología y atención dental. La isapre, por su parte, mantiene 79 sucursales en todo el país, cerca de 299.000 cotizantes (567.000 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 20% en términos de cotizantes y un 21% en términos de ingresos. Las clínicas, además de constituirse como los principales centro de alta complejidad en

sus regiones, poseen una oferta conjunta de 358 camas promedio y un nivel de ocupación aceptable del 57%. A todo lo anterior se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria, que en el caso de las gerencias generales de las respectivas empresas implica una trayectoria que fluctúa entre los 19 y 30 años de experiencia.

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

Factores de riesgo

Track record Isapre Cruz Blanca: Esta inversión, que es la primera en términos de ingresos y la segunda en términos de EBITDA, ha mostrado bastante sensibilidad en sus resultados; entre el año 2008 y septiembre de 2010 pasó desde un EBITDA negativo a otro mayor a los \$ 13.000 millones. No obstante, se incluye como atenuante el que hasta 2008 la isapre tenía otro grupo controlador. Con todo, no se puede desconocer que dos años (2010 y 2011) es una muestra reducida para afirmar que dichos resultados reflejan realmente la rentabilidad de largo plazo del negocio.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 85% y los gastos de administración son del orden del 12% de los ingresos, lo que lleva a que las utilidades de la compañía en particular, y del sector en general, estén bastante expuestas a incrementos en los niveles de siniestralidad o de gastos, así como a errores en la estructuración de tarifas y a variaciones negativas en el IPC (los planes de la Isapre se expresan en Unidades de Fomento). Por otra parte, teniendo en cuenta que el seguro obligatorio de salud está sujeto a regulaciones, que un porcentaje no menor de la ciudadanía tiende a percibir a la salud como un derecho que el Estado debe garantizar en forma relativamente igualitaria y que, además, este último actúa a través de Fonasa, se puede concluir que el sistema isapre presenta una particular exposición a cambios normativos que pueden afectar a los partícipes de la industria, ya sea directamente reduciendo su flexibilidad como agentes económicos, o indirectamente mejorando la salud pública (que para un segmento de la población actúa como alternativa a las isapres). Este factor de riesgo cobra mayor relevancia en una perspectiva de largo plazo y, en lo inmediato, se tiene el ejemplo de los cambios en la regulación la iniciativa de crear un Plan Garantizado de Salud (PGS). Asimismo, la implementación del plan AUGE y el dictamen del Tribunal Constitucional en cuanto a no dar plena libertad a la diferenciación de tarifas por edad, son muestras de que, aunque de disímiles características, el sector salud presenta particularidades que hacen que las normas que lo rigen sean comparativamente menos estables a las de otros sectores.

Sensibilidad a ciclos recesivos: Isapre Cruz Blanca, y el sistema en general, son sensibles a los periodos recesivos cuando éstos efectivamente llevan a un incremento significativo en el nivel de desempleo y,

además, a problemas de liquidez por parte de los empleadores que impliquen una disminución en los pagos provisionales. No obstante, este riesgo se atenúa, puesto que los afiliados a las isapres pertenecen al grupo poblacional con empleo más estable y es dependiente de empresas comparativamente más solventes. En el caso de las clínicas y centros médicos, su exposición es mucho menor.

Necesidad 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 doce de los catorce 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 mediano plazo la construcción de una clínica, con una inversión estimada de aproximadamente US\$ 102 millones. Si bien, al menos en términos teóricos, se tendería a fortalecer su modelo de negocio, la inversión conlleva los riesgos propios de todo proyecto (sobrepazo y sobrecosto) y la incertidumbre respecto a si la ejecución y operación de la clínica incrementarán, en definitiva, el valor de la empresa.

Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar: El principal centro médico de Integramédica así como la principal clínica, por separado, generan un EBITDA que representa entre el 8% y 10% del total del *holding* (según resultados 2010-2011). 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.

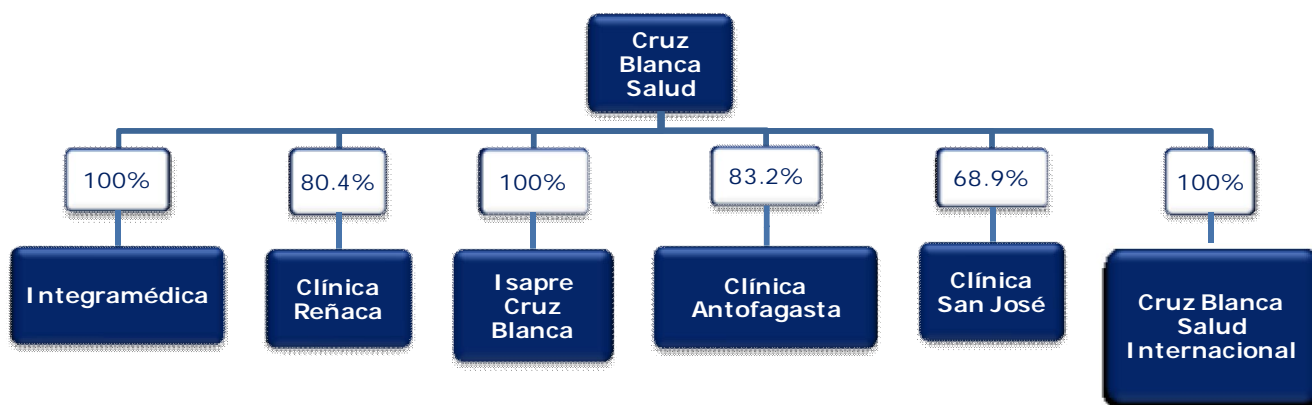
Antecedentes Generales

Descripción del *holding*

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

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

Actualmente la estructura del *holding* es la indicada en el siguiente esquema:



Propiedad

A diciembre de 2011 el capital de la sociedad ascendía a \$ 65.253 millones, distribuido entre 637.650.000 acciones, siendo su principal accionista el grupo Said, conglomerado económico con participación en empresas como Embotelladora Andina, Envases del Pacífico y Parque Arauco.

Sociedad (Marzo 2012)	% de la propiedad
Grupo Said	40,85%
Inv Salus Ltda Uno y Compañía en Comandita por acciones	14,92%
Banco Itaú por cuenta de Inversionistas	6,14%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,80%

Celfin Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta Nueva)	3,48%
Fondo de Inversión Larrain Vial Beagle	2,61%
Celfin Capital SAC de B	2,17%
Banchile C de B SA	2,06%
Banco de Chile por cuenta de Terceros no Residentes	2,03%
IM Trust SAC de B	1,93%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,60%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	1,60%

Directorio y ejecutivos

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

Cargo	Nombre
Director	Salvador Said
Director	Marcos Büchi
Director	Álvaro Erazo
Director	Carlos Ingham
Director	Felipe Larrain
Director	Rodrigo Muñoz
Director	Álvaro Fischer

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

Cargo	Nombre
Gerente General	Andrés Varas
Gerente de Finanzas	Marcelo Bermúdez
Gerente de Desarrollo	Fernando Soza
Gerente de Estudios	David Decker
Fiscal	Óscar Zarhi
Gerente General Integramédica	César Oyarzo
Gerente General Isapre Cruz Blanca	Raúl Valenzuela
Gerente General Clínica Reñaca	Felipe Benavides
Gerente General Clínica Antofagasta	Manuel Santelices
Gerente General Clínica San José	Sergio Rubilar

Líneas de negocio

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

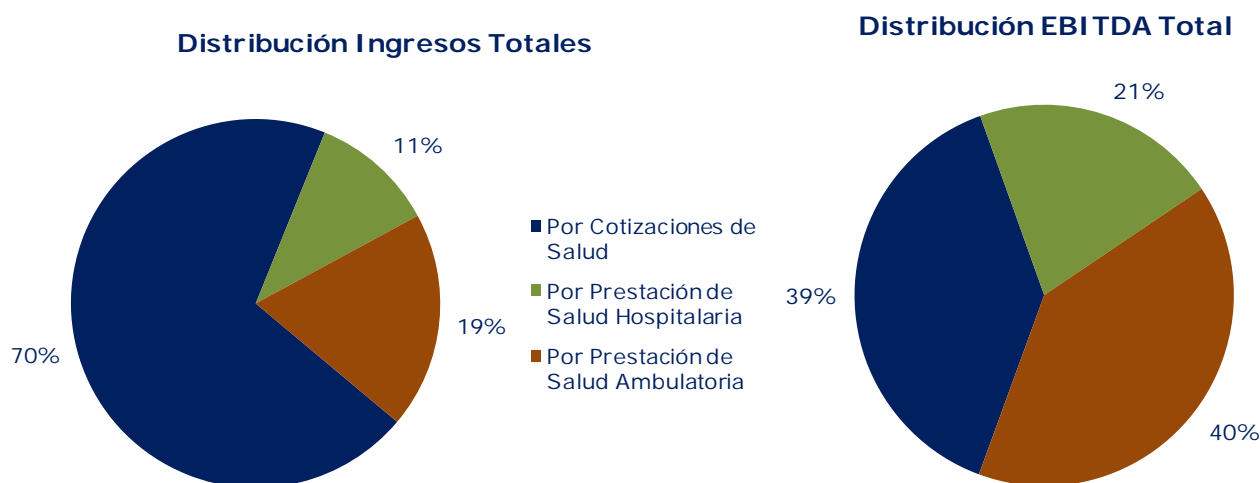
Área aseguradora: Compuesta por Isapre Cruz Blanca, la que actualmente tiene una participación de mercado de 21,3% en términos de ingresos y de 20% en términos de número de afiliados. Sus ingresos representaron aproximadamente el 70% de los ingresos del *holding* en 2011.

Área prestadora hospitalaria: Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta y Clínica San José, ubicadas en la regiones de Valparaíso, Antofagasta y de Arica y Parinacota, respectivamente, con un total de 358 camas promedio y una ocupación promedio de 57% los últimos cuatro años. Representan el 11% de los ingresos totales.

Área prestadora ambulatoria: Compuesta por Integramédica, uno de los principales prestadores de salud ambulatoria privada de país. Cuenta con catorce centros médicos distribuidos en tres regiones (doce de ellos en la Región Metropolitana). Representa el 19% de los ingresos del *holding*.

Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* entre enero y diciembre de 2011 fueron \$ 415.583 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$ 43.633 millones. La distribución de estos indicadores fue la siguiente:



Es importante señalar que si bien la Isapre Cruz Blanca aportó el 70% de los ingresos, su EBITDA en términos absolutos es muy similar al que genera la atención ambulatoria a través de Integramédica, la que, participando en un 19% en los ingresos totales, aporta un 40% al EBITDA del grupo. Ocurre lo mismo con el aporte del área hospitalaria, que sólo con una participación de 11% en los ingresos, genera un EBITDA de 21%. 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 EBITDA³ del área hospitalaria es en torno a un 19%, el del área ambulatoria aproximadamente de 20% y el del área aseguradora de sólo un 5%. Cabe agregar que gran parte del EBITDA de la compañía es generado por el área ambulatoria por concepto de exámenes de laboratorio e imagenología, las cuales tienen mejores márgenes. Según la información entregada por el emisor, Integramédica cuenta con el laboratorio más grande del país.

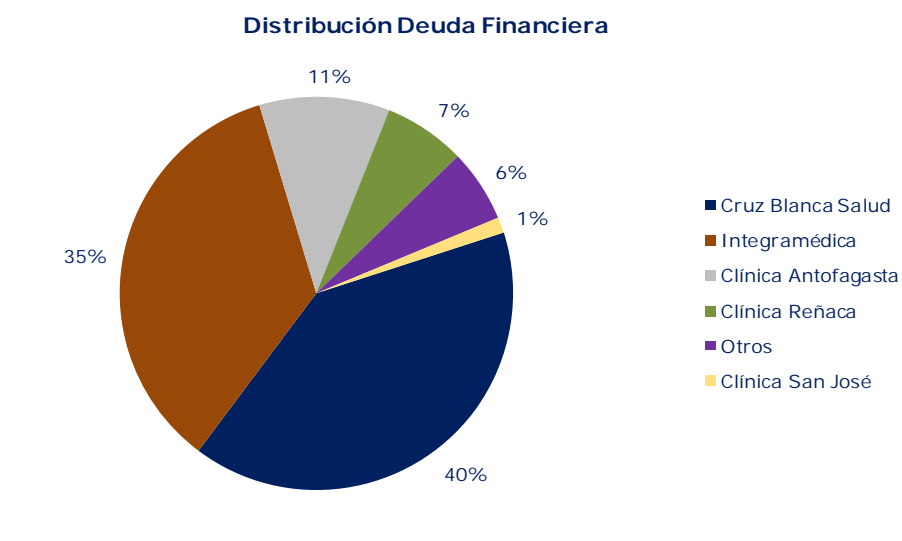
Distribución de activos y pasivos financieros

Los activos totales del *holding* a diciembre de 2011 alcanzaron a \$ 429.999 millones, un 29,6% sobre el resultado a diciembre de 2010. Tal aumento se explica principalmente por la apertura a bolsa de junio de 2011, que implicó un aumento de 102,1% en la cuenta "Efectivo y Efectivo Equivalente".

Con relación a la distribución de los activos por área, es Integramédica la que mostró un mayor incremento en sus activos, llegando a \$ 157.262 millones, un 42,4% mayor a lo registrado a diciembre 2010. Cabe señalar que más del 90% de ellos corresponde a activos no corrientes, donde la plusvalía representa una parte importante (cerca de \$ 50.000 millones). Por otro lado, las clínicas en su conjunto tienen activos por \$ 71.661 millones, un 20% superior a lo que muestra su balance a diciembre 2010. Por último, Isapre Cruz Blanca muestra un total de activos que es 8,3% superior a diciembre de 2010, llegando a \$ 117.994, los cuales se distribuyen en porciones similares tanto en el corto como en el largo plazo.

La deuda financiera del grupo a diciembre de 2011 ascendía a \$ 127.269 millones, disminuyendo un 10,6% respecto a 2010 (\$ 142.340 millones). Según datos a septiembre de 2011, la mayor parte de la deuda corresponde al *holding* de manera individual y ascendió a \$ 50.387 millones. Integramédica mostró una deuda de \$ 44.028 y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$ 23.448 millones. Cabe señalar que el 86% de la deuda se concentra en el largo plazo, y es principalmente con bancos (89%).

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



³ Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos

Descripción líneas de Negocios

A continuación, se explican en detalle los negocios del *holding*⁴:

Área aseguradora

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

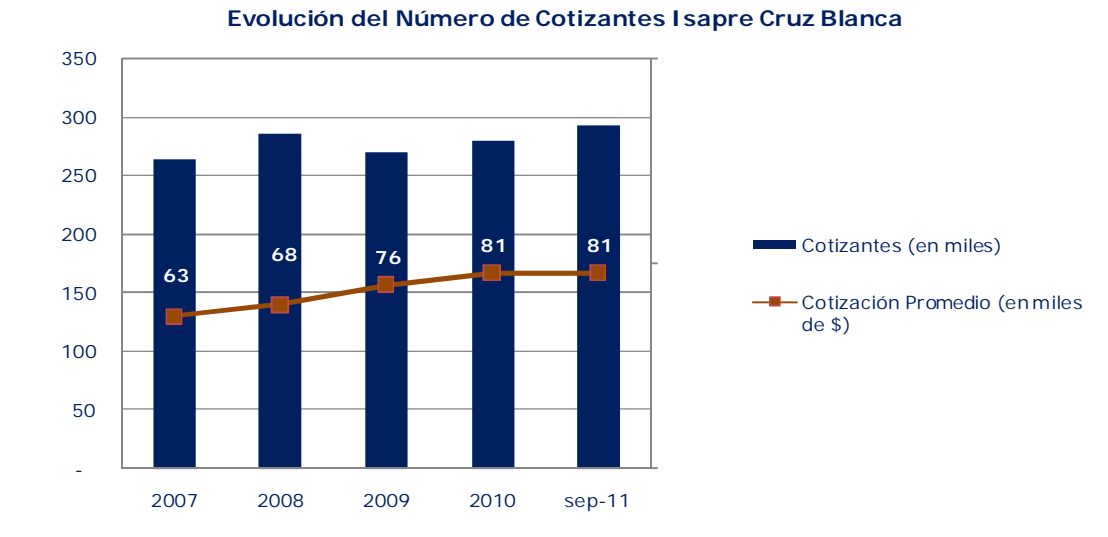
Actualmente, la empresa cuenta con 79 sucursales distribuidas a lo largo del país. A septiembre de 2011 alcanzaba los 299.000 cotizantes y más de 567.000 beneficiarios.

Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

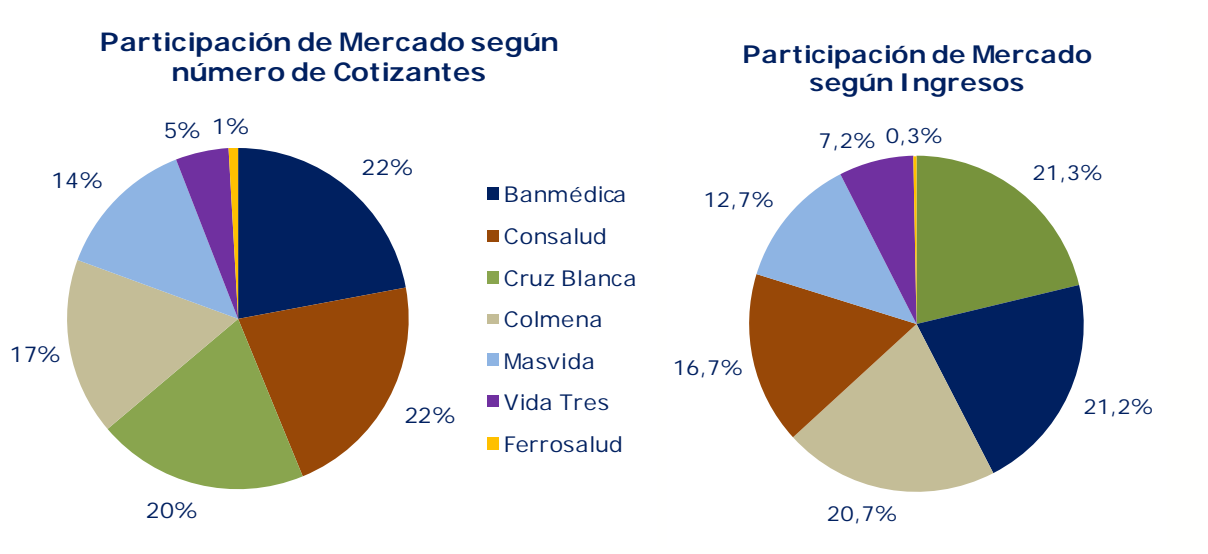
Estado de Resultados Isapre Cruz Blanca SA			
MM \$	2009	2010	Ene-Sep 2011
Ingresos totales	247.085	270.961	225.980
Costo de ventas	-216.613	-227.097	-188.410
Margen Bruto	30.473	43.864	37.571
Gastos de administración	-32.625	-35.044	-26.549
Resultado operacional	1.517	11.109	12.260
Costos financieros	0	0	0
Utilidad del Ejercicio	-622	7.949	10.724
EBITDA	2.418	12.163	13.711
Balance General Isapre Cruz Blanca SA			
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	30-sep-11
Activos Corrientes	36.480	58.421	60.058
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	15.708	18.409	19.795
Activos No Corrientes	54.001	50.091	58.107
Total Activos	90.481	108.511	118.165
Pasivos Corrientes	58.969	74.127	83.524
Pasivos No Corrientes	8.021	9.612	9.868
Pasivos Totales	66.990	83.738	93.392
Patrimonio total	23.491	24.773	24.773
Patrimonio y Pasivos, Total	90.481	108.511	118.165
Deuda Financiera	0	0	0

⁴ Para el análisis de los negocios de manera individual, se utilizaron los estados financieros a septiembre 2011.

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



Considerando el número de cotizantes, Isapre Cruz Blanca tiene una participación de mercado de 20,2%, y un 21,3% si se mide por ingresos, como se observa en el siguiente gráfico:

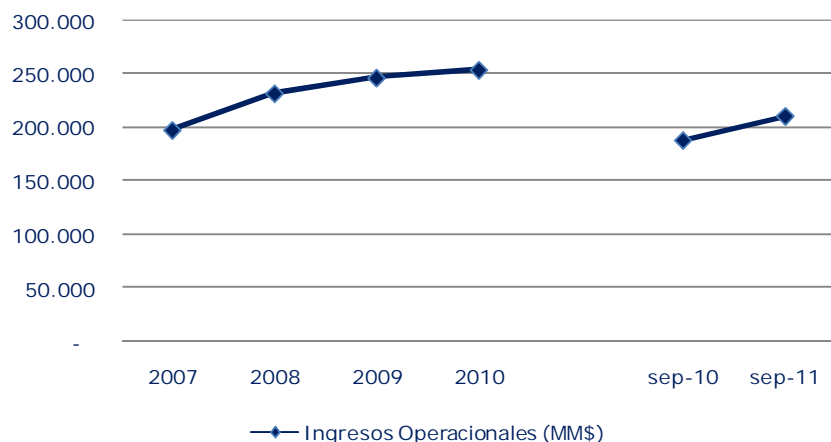


Evolución de los ingresos

Tal como muestra el gráfico, los ingresos han aumentado desde el año 2007, aunque este incremento muestra tasas decrecientes. En 2008 la variación fue mayor respecto de otros períodos (17% contra 6% y

3% en los años siguientes) y se debió a la fusión con la Isapre Normédica. Si, para efectos comparativos, incluimos los ingresos de Normédica en 2007, los ingresos totales aumentaron un 8% el siguiente año.

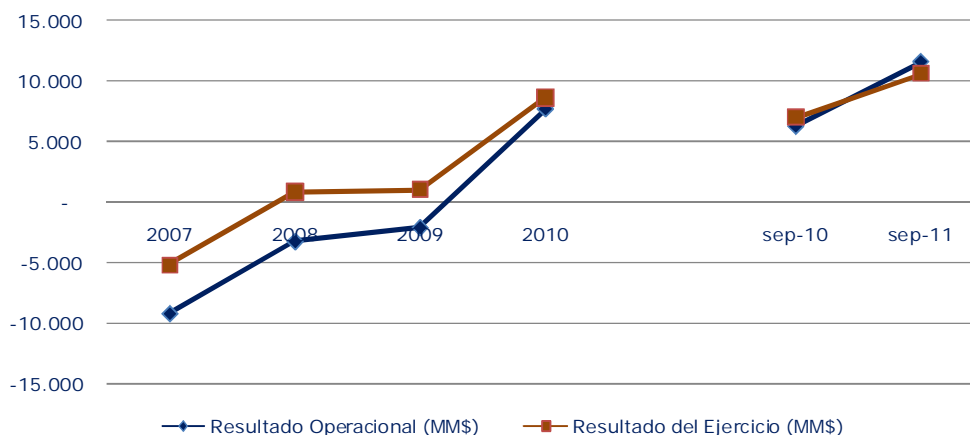
Evolución de los Ingresos Operacionales Isapre Cruz Blanca



Evolución de los resultados

Como se aprecia en el siguiente gráfico, el resultado operacional y del ejercicio han evolucionado positivamente. Aun cuando el mercado de salud privada sí generaba ganancias, en 2008, cuando fue adquirida, la isapre presentaba pérdidas; a partir de esa fecha la compañía fue revirtiendo los resultados desfavorables producto de una serie de medidas adoptadas por la nueva administración, entre las que se pueden mencionar: modificación de la Tabla de Factores de Riesgo, políticas de cobranza más restrictivas, control de las licencias médicas y cambio de imagen corporativa.

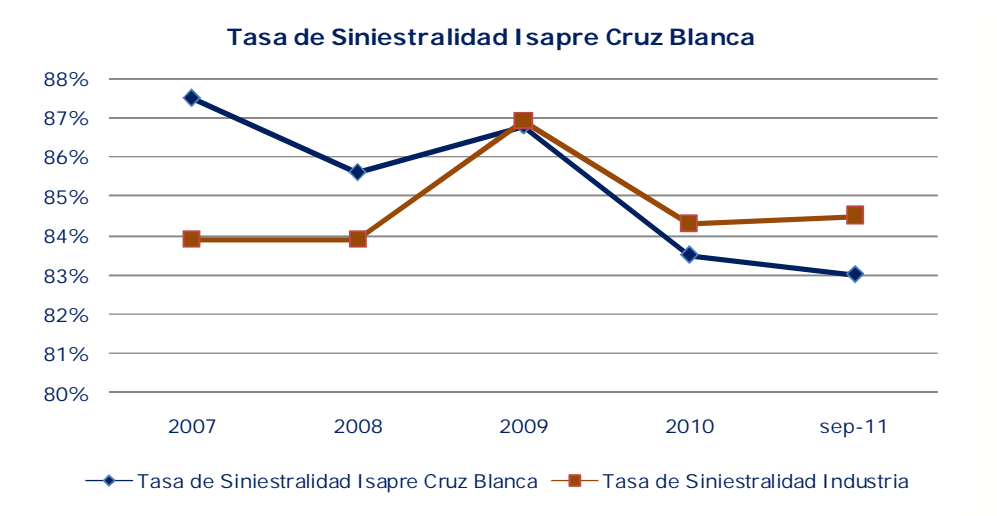
Evolución del Resultado Operacional y Resultado del Ejercicio Isapre Cruz Blanca



Siniestralidad

La tasa de siniestralidad, que es básicamente el costo de venta de la isapre (pudiendo ser asociada a gastos médicos y licencias médicas), se ha movido a la baja los últimos años (a excepción de 2009, cuando aumentó producto de la influenza AH1N1 y la deflación), debido en parte a la sinergia que se produce con las diferentes filiales del *holding*, pudiendo además tener economías de escala en relación a insumos y equipamientos.

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



Área prestadora ambulatoria

Esta área está compuesta 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 catorce centros de atención y un laboratorio clínico con 22 puntos de toma de muestra, realizando alrededor de tres millones de exámenes anuales. Tiene presencia en tres regiones del país: Metropolitana, Coquimbo y Biobío, las que concentran el 56% del total de la población de Chile. El mercado objetivo de la empresa son las personas pertenecientes a los grupos socioeconómicos C2-C3, tanto afiliados a isapres como a Fonasa. En menor medida, sirve también a personas del grupo ABC1, principalmente en los centros médicos ubicados en Las Condes (Alto Las Condes y Manquehue).

Los estados financieros de la empresa se resumen a continuación:

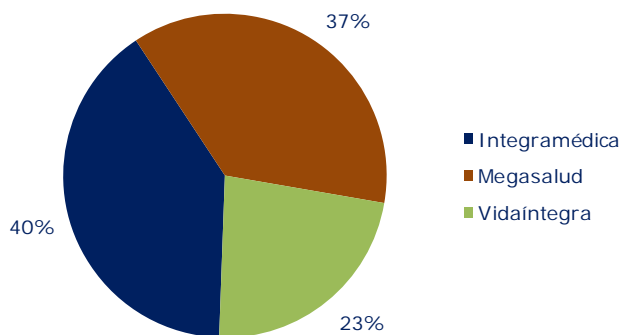
Estado de Resultados Integramédica S.A. y Filiales			
MM \$	2009	2010	Ene-Sep 2011
Ingresos totales	64.751	66.926	60.847
Costo de ventas	-40.898	-41.661	-35.227

Margen Bruto	23.853	25.265	25.621
Gastos de administración	-16.799	-16.970	-15.009
Resultado operacional	8.542	7.184	11.831
Costos financieros	-3.577	-2.205	-2.896
Utilidad del Ejercicio	4.739	4.205	8.721
EBITDA	12.396	11.160	14.578

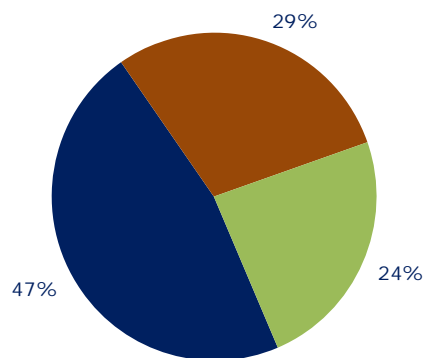
Balance General Integramédica S.A. y Filiales			
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	30-sep-11
Activos Corrientes	4.655	7.320	14.547
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	399	1.442	9.843
Activos No Corrientes	32.083	131.684	141.728
Total Activos	36.738	139.004	156.275
Pasivos Corrientes	9.307	8.735	16.100
Pasivos No Corrientes	15.423	40.537	45.275
Pasivos Totales	24.730	49.272	61.375
Patrimonio total	12.008	89.732	94.900
Patrimonio y Pasivos, Total	36.738	89.732	156.275
Deuda Financiera	11.845	37.629	44.167

En 2010 Integramédica tuvo una importante participación de mercado en términos de consultas médicas. Si bien la diferencia entre Integramédica y su principal competidor no es tan significativa en el número de consultas, al comparar en términos de exámenes de laboratorio e imagenología, la diferencia aumenta considerablemente.

Participación de Mercado según Número de Consultas Médicas

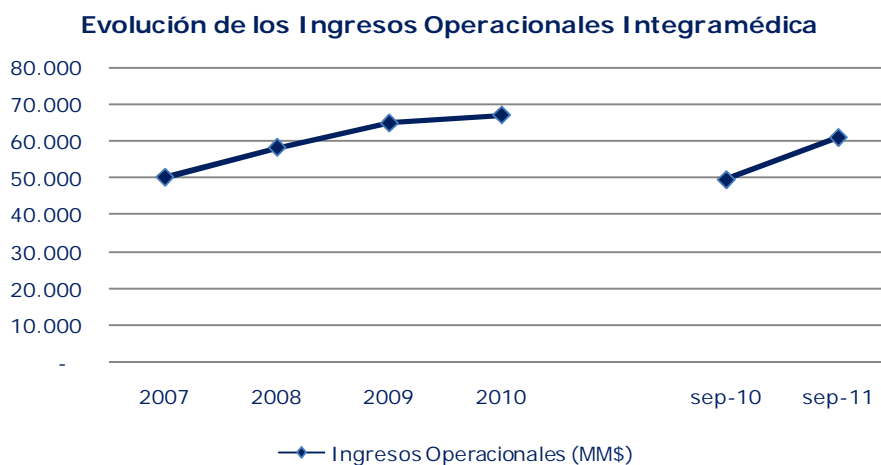


Participación de Mercado según Número de Exámenes



Evolución de los ingresos

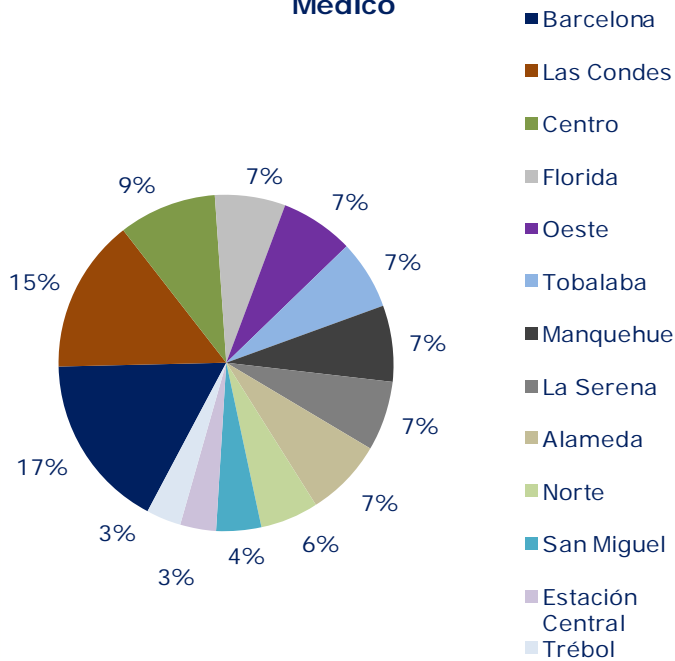
Los ingresos de Integramédica tienen una tendencia creciente, aumentando a tasas promedio de 13%. Si comparamos los ingresos de septiembre 2011 con el mismo período de 2010, se observa un aumento aún mayor, de 23%, lo que hace prever que durante el último ejercicio anual la tasa de crecimiento se incrementará de manera importante. Como dato adicional, al considerar los últimos doce meses a septiembre de 2011, los ingresos serían del orden de los \$ 78.300 millones.



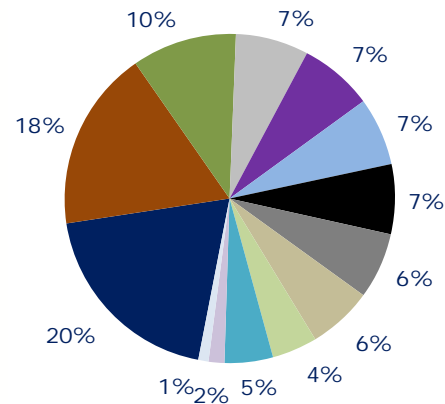
La empresa cuenta con catorce centros médicos, de los cuales uno fue inaugurado en 2011; por lo tanto, aún no alcanza su completa madurez (que para un centro médico es de doce a 18 meses).

En los siguientes gráficos puede verse que los ingresos y el EBITDA se concentran en tres centros médicos con niveles de 41% y 48%, respectivamente.

Distribución del Ingreso por Centro Médico



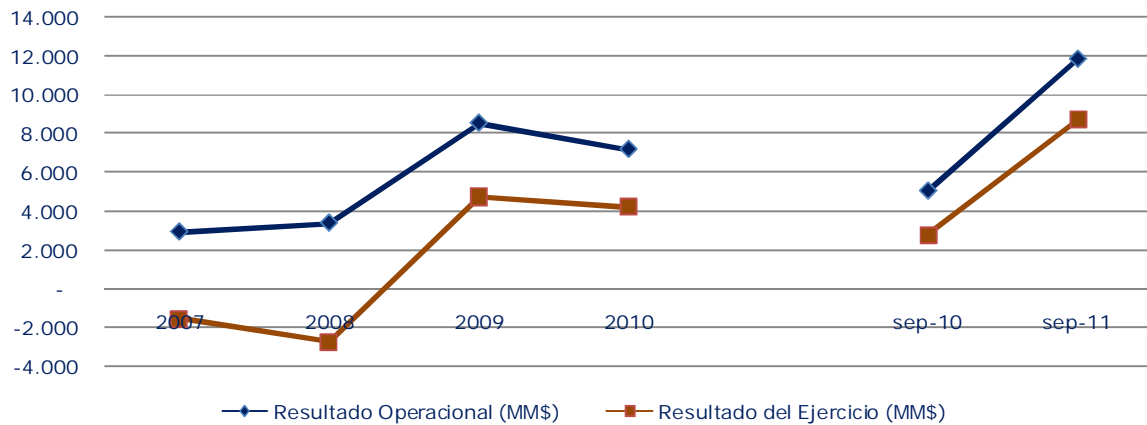
Distribución del Ebitda por Centro Médico



Evolución de los resultados

Los resultados de la empresa han sido fluctuantes. A septiembre de 2011 mostraban un aumento importante respecto de igual período de 2010 (135%); sin embargo, en años anteriores hubo variaciones negativas. Integramédica fue adquirida en 2010 por el *holding*, y el aumento significativo del último período se explica por las sinergias con el resto del grupo (por ejemplo, por ser proveedor preferente de Isapre Cruz Blanca).

Evolución del Resultado Operacional y Resultado del Ejercicio Integramédica



Área Prestadora Hospitalaria

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

Clínica Reñaca fue adquirida por el Grupo Said en 1999, pero inició sus operaciones en 1982, y es la principal clínica de alta complejidad de la Región de Valparaíso, contando con 162 camas y una superficie construida de 15.655 m². Los días cama utilizados a diciembre 2010 fueron 35.072. En términos de ingresos, ésta clínica representa el 48% de los provenientes de prestaciones hospitalarias y un 46% con respecto al EBITDA.

Clínica Antofagasta fue adquirida en 2005, aunque inició sus operaciones en 1980. En 2010 se realizaron inversiones orientadas a remodelarla en términos de estructura y equipamiento, convirtiéndola en la principal clínica de alta complejidad en el norte del país. Cuenta con 152 camas y una superficie construida de 13.753 m². Los días cama utilizados a diciembre 2010 fueron 32.001. En términos de ingresos, ésta unidad representa el 42% de los provenientes de prestaciones hospitalarias, lo mismo que el EBITDA.

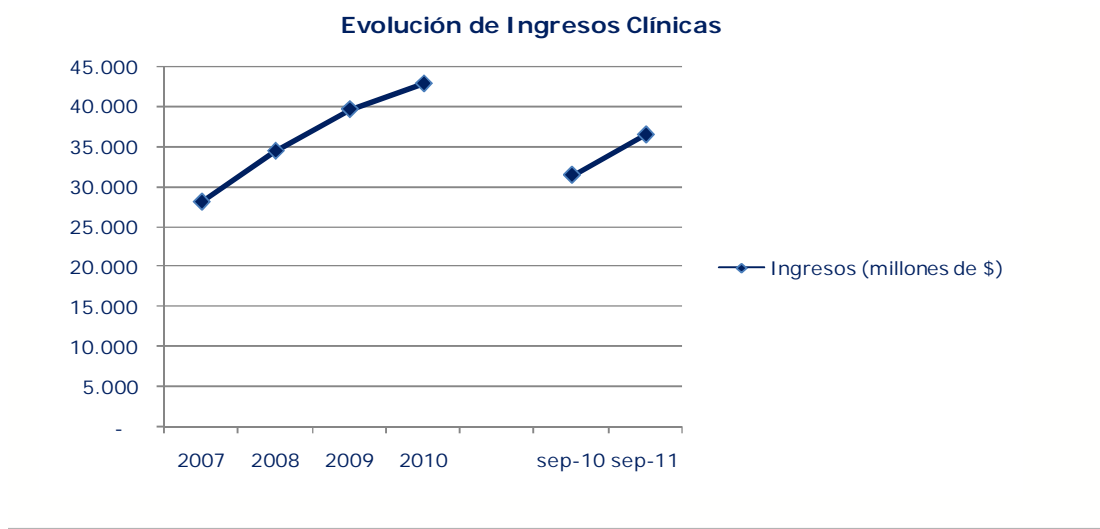
Clínica San José está ubicada en Arica, no tiene competidores directos y genera una alta rentabilidad al grupo. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 44 camas y una superficie construida de 7.506 m². Los días cama utilizados a diciembre 2010 fueron 8.453. En términos de ingresos, representa el 10% de los provenientes de prestaciones hospitalarias, y con respecto al EBITDA, el 12%.

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

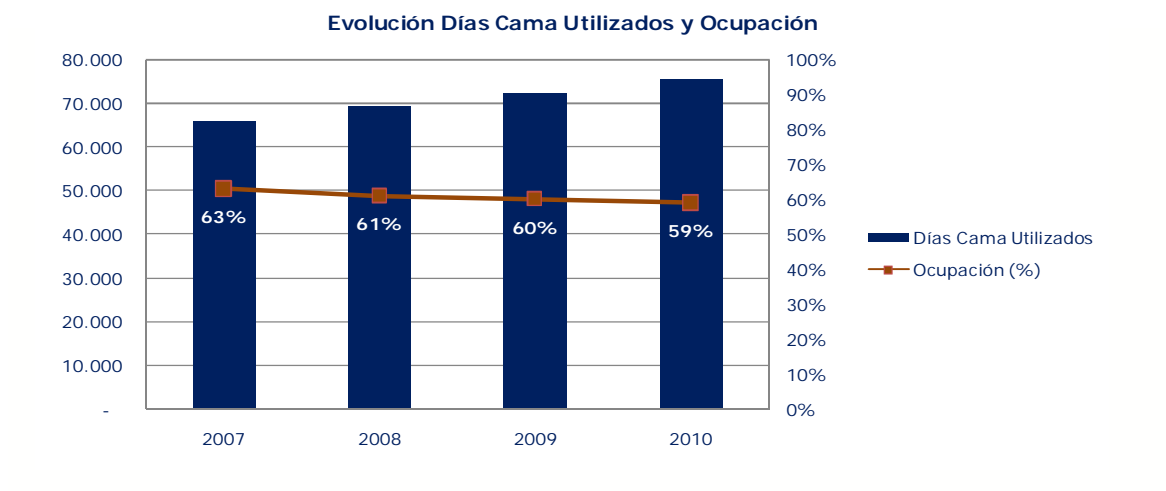
Estado de Resultados Área Hospitalaria			
MM \$	2009	2010	Ene-Sep 2011
Ingresos totales	38.098	42.809	36.440
Costo de ventas	-29.436	-33.565	-28.118
Margen Bruto	8.662	9.244	8.323
Gastos de administración	-2.843	-3.380	-2.979
Resultado operacional	5.921	6.258	5.480
Costos financieros	-960	-1.199	-928
Utilidad del Ejercicio	4.355	3.890	3.006
EBITDA	7.997	8.377	7.314
Balance General Área Hospitalaria			
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	30-sep-11
Activos Corrientes	13.665	15.905	24.358
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.093	1.008	4.924

Activos No Corrientes	31.874	33.167	47.682
Total Activos	45.539	49.072	72.040
Pasivos Corrientes	10.475	8.827	10.506
Pasivos No Corrientes	19.418	22.671	25.156
Pasivos Totales	29.893	31.499	35.663
Patrimonio total	15.646	17.573	36.377
Patrimonio y Pasivos, Total	45.539	49.072	72.040
Deuda Financiera	20.365	22.810	23.448

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



Puede verse también, a nivel consolidado, la evolución de los días cama utilizados y su tasa de utilización a diciembre de 2010.



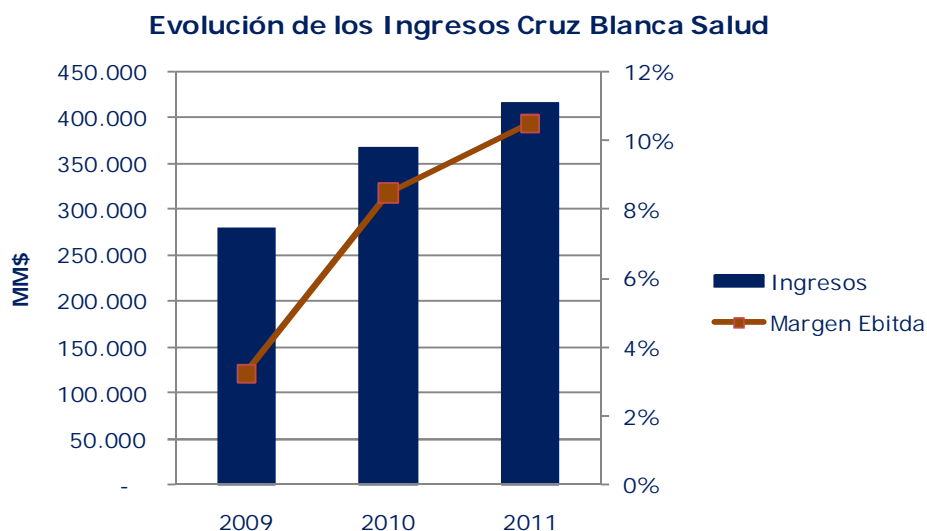
Análisis Financiero de Cruz Blanca Salud

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cruz Blanca Salud**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2011.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Cruz Blanca Salud alcanzó ingresos por \$ 415.583 millones en el período comprendido entre enero y diciembre 2011, lo que corresponde a un aumento de 13,1% respecto de 2010. Cabe señalar que desde 2009, cuando se formó el *holding*, los ingresos de la compañía han mostrado tasas crecientes, con un promedio de 26% 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 a un mismo *holding*. Además, la incorporación de Integramédica fue muy beneficiosa, ya que esta área de negocios aporta el 40% del EBITDA total, aún participando sólo con un 19% en los ingresos.

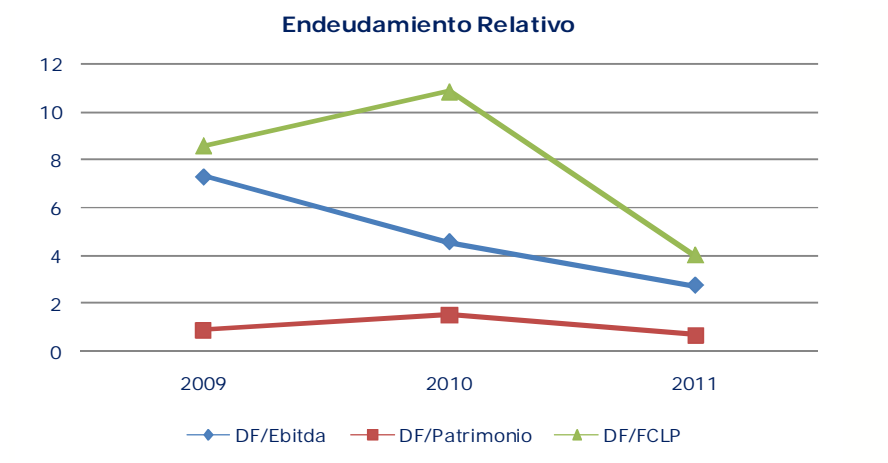
La tasa de eficiencia, medida como gastos de administración y ventas sobre los ingresos, fue de 14,4% a diciembre de 2011, disminuyendo levemente respecto de diciembre del año anterior, cuando alcanzó un 15,2%. Esto se debió a un aumento significativo en los gastos de administración y venta debido, entre otras cosas, a los centros médicos recientemente inaugurados: Integramédica Puente Ato y Centro Médico Mall Marina Arauco.



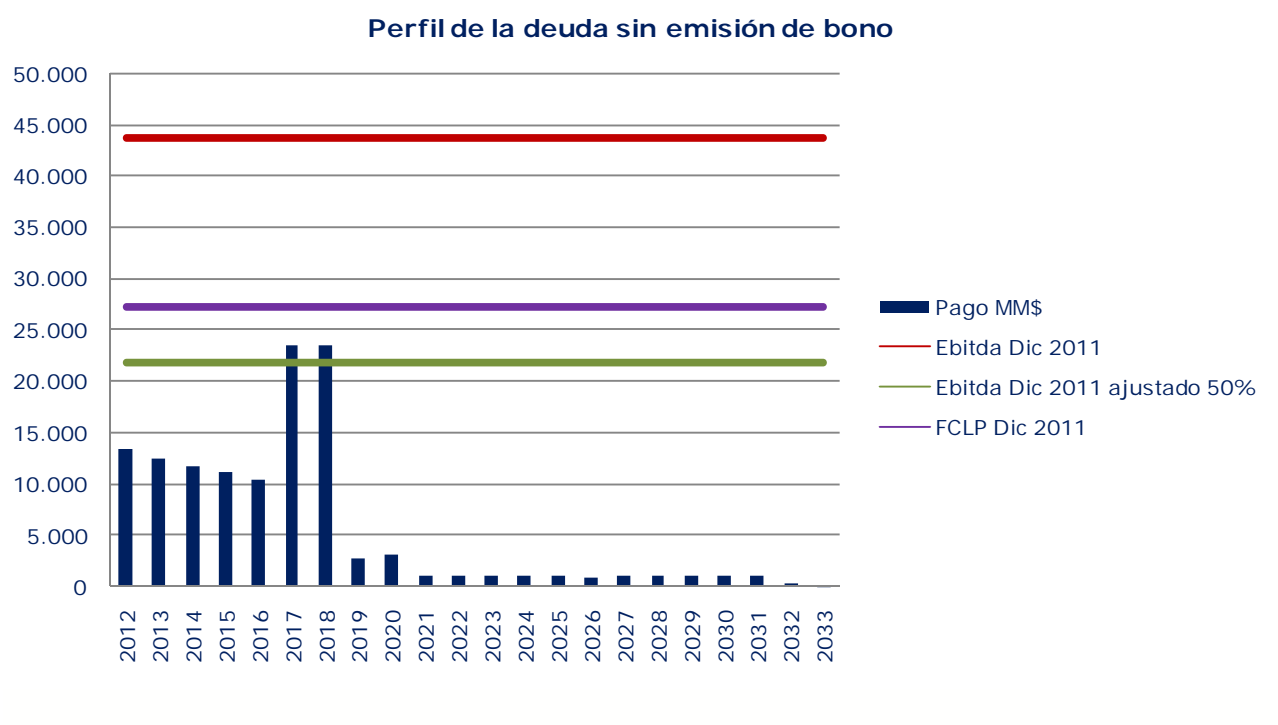
Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera del *holding* al 31 de diciembre 2011 ascendía a \$ 127.269 millones, un 10,6% menor a la que registraba al cierre del 2010 (\$ 142.340 millones). De ésta, el 69% se concentraba en el largo plazo (más de un año). El aumento significativo del año 2009 respecto a diciembre 2010 (241%) correspondió a un crédito sindicado destinado a refinanciar pasivos y adquirir Integramédica.

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



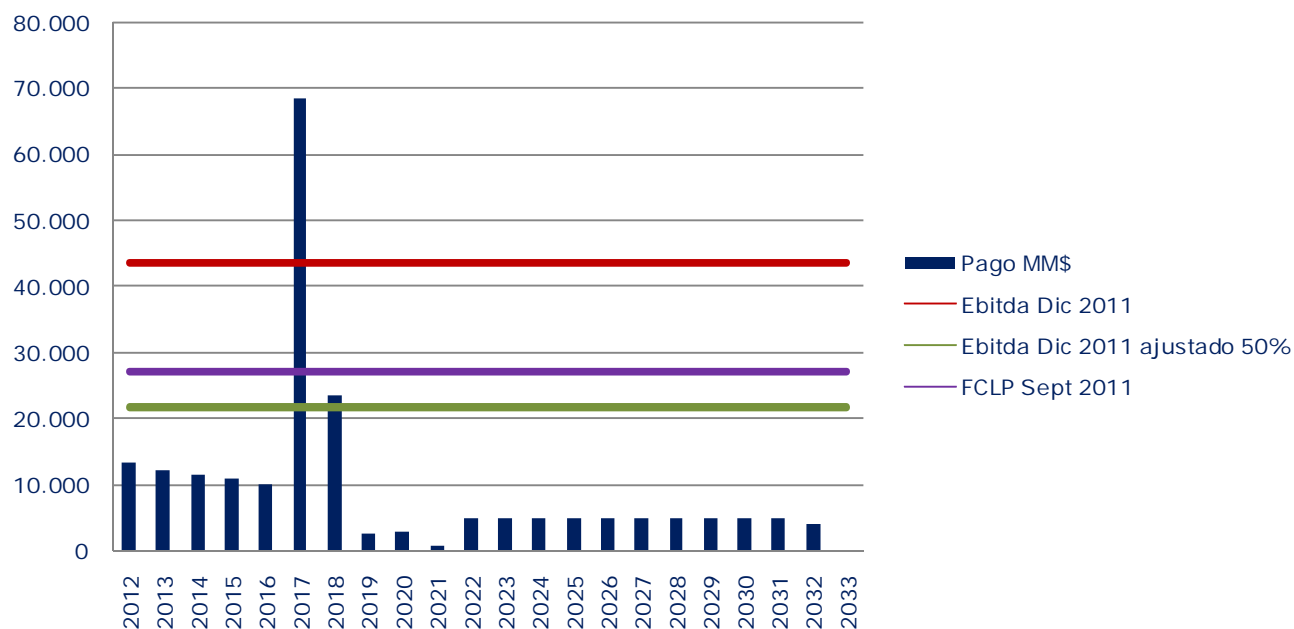
A continuación se muestra el plan de amortizaciones anuales de la deuda del *holding* actualmente vigente. Como se observa en el gráfico, la posición de la compañía es holgada para el cumplimiento de sus obligaciones financieras. Para sensibilizar los flujos, el EBITDA de diciembre de 2011 fue disminuido en un 50%, lo que implica que la compañía, frente a un mal escenario, aún es capaz de generar el flujo suficiente para cubrir su deuda financiera. Lo mismo ocurre si consideramos el indicador flujo de caja de largo plazo (FCLP⁵).



⁵ Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que toma la rentabilidad anual promedio (%) de los activos en cinco años, aplicada al nivel actual de los activos a lo que se resta el pago de impuestos e intereses. Busca medir la generación de caja de largo plazo, restando los compromisos más inmediatos.

Si se considera la emisión del bono por UF 4,0 millones (esto es, \$ 90.134 millones⁶), y bajo el supuesto conservador de que no se refinanciarán pasivos y la deuda aumentará en el monto total de la emisión, se llegaría al escenario que se muestra en el gráfico siguiente:

Perfil de la deuda con emisión de bono por UF 4,0 millones



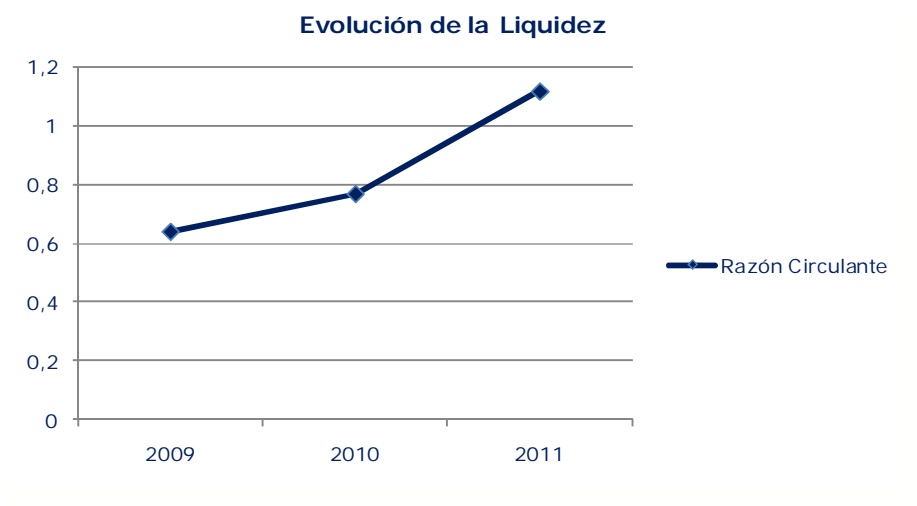
Cabe señalar que los supuestos utilizados, consideran la emisión del bono en dos series: el 50% un *bullet* a 5 años plazo, y la diferencia dividida en once cuotas anuales fijas con un período de gracia de diez años.

En este caso, la empresa vería ajustados sus flujos en 2017, pero tendría la posibilidad de refinanciar sus pasivos, ya que cuenta con la holgura suficiente en los años posteriores.

Con relación a la liquidez del *holding* medida a través de la razón circulante⁷, se ve una tendencia positiva, aumentando a diciembre de 2011 un 45% en relación a de diciembre de 2010. Dicho aumento corresponde al ingreso de efectivo producto de la venta de acciones.

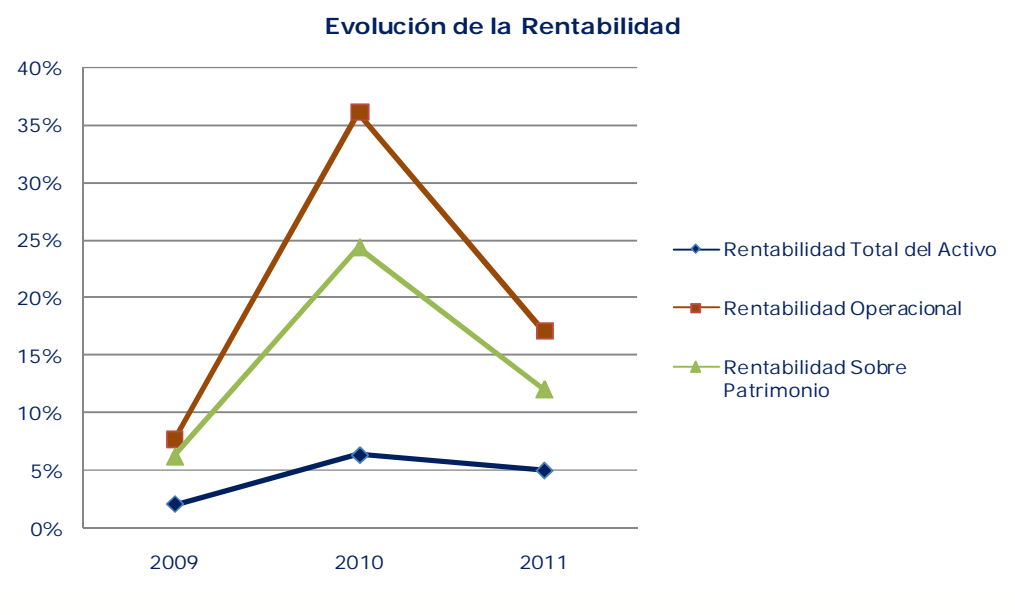
⁶ Se utilizó UF al 31/03/2012 = \$ 22.533,51

⁷ Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante



Evolución de la rentabilidad y eficiencia

La rentabilidad⁸ de la compañía ha sido fluctuante en sus tres años de operación. En el siguiente gráfico puede verse que a diciembre de 2011 la rentabilidad del activo y la del patrimonio experimentaron una disminución importante, lo que se debió a que si bien el resultado operacional aumentó, el incremento de los activos fue muy superior por efecto de la apertura a la bolsa, lo que también explica el aumento de patrimonio y, por ende, la disminución de la rentabilidad patrimonial.



⁸ 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 en proceso de inscripción son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	En proceso	En proceso
Monto máximo ⁹	UF 4.000.000	UF 4.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento, pesos nominales o dólares	Unidades de fomento, pesos nominales o dólares
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 2011
Deuda Financiera sobre Patrimonio total	Menor a 1,75 veces (trimestral)	0,7 veces
Cobertura Gastos Financieros netos	A partir del 31/03/12 no inferior a 2,5 veces A partir del 31/03/2014 no inferior a 3,0 veces Se considerará incumplimiento si se da por dos trimestres consecutivos.	4,3 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.”

⁹En ningún momento el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas podrá exceder el monto máximo de UF 4.000.000.