



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Bupa Chile S.A.

Marzo 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos (Serie A) Tendencia	AA- ¹ Estable ²
EEFF base	31 de diciembre 2018 ³

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos 10 años Línea de bonos 30 años Serie A (BCRBL-A)	Nº 722 de 19.06.12 Nº 723 de 19.06.12 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
MM \$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos totales	471.578	534.705	591.939	657.107	741.445	790.325	863.920
Costo de ventas	-375.679	-421.360	-473.306	-534.857	-599.539	-638.028	-685.918
Margen Bruto	95.899	113.344	118.634	122.250	141.906	152.297	178.002
Gastos de administración	-67.580	-95.116	-97.302	-112.068	-123.413	-128.692	-155.167
Resultado operacional	28.975	18.228	21.332	10.182	18.493	23.605	22.835
Costos financieros	-8.587	-9.579	-8.950	-9.194	-8.481	-8.363	-9.929
Utilidad del Ejercicio	18.680	10.993	13.813	1.780	5.846	8.818	-332
EBITDA	38.810	29.366	33.777	23.624	32.170	38.491	42.314

Balance General Consolidado IFRS							
MM \$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Activos Corrientes	111.517	110.839	99.626	108.256	129.773	173.727	185.652
Activos No Corrientes	340.399	371.106	413.275	424.550	446.738	489.618	523.958
Total Activos	451.916	481.977	512.901	532.806	576.510	663.345	709.610
Pasivos Corrientes	126.159	141.073	162.299	184.461	247.199	246.430	235.641
Pasivos No Corrientes	135.542	148.518	159.065	157.282	156.356	206.812	260.440
Pasivos Totales	261.701	289.591	321.364	341.743	403.555	453.243	496.080
Patrimonio total	190.215	192.354	191.537	191.063	172.955	210.102	213.529
Patrimonio y Pasivos, Total	451.916	481.977	512.901	532.806	576.510	663.345	709.610
Deuda Financiera	132.737	150.831	160.634	177.953	176.533	172.477	164.422

¹ Clasificación de riesgo anterior: A+.

² Tendencia anterior: Favorable.

³ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

Sus subsidiarias operativas son Isapre CruzBlanca, Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida, Integramédica (red de centros médicos), cuatro clínicas ubicadas en las ciudades de Arica, Antofagasta, Viña del Mar y Santiago, la empresa de hospitalización domiciliaria Clinical Service y el área internacional compuesta por Resomasa, Integramédica Perú y Anglolib.

A septiembre de 2018, el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$639.461 millones (US\$ 968,3 millones⁴), aportando Isapre CruzBlanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service) aproximadamente el 71,5%, 23,1% y 11,4% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, en septiembre de 2018 ascendió a \$32.891 millones (US\$ 49,8 millones), la distribución fue en torno al 34,4%, 60,6% y 17,1%⁵, en el mismo orden. A la misma fecha, la empresa mantenía una deuda financiera por \$158.369 millones (US\$ 239,8 millones) y un patrimonio por \$217.772 millones (US\$ 329,7 millones).

La modificación de la clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Bupa Chile** y de los títulos de deuda con cargo a dicha línea, desde "Categoría A+" a "Categoría AA-", responde al inicio de las operaciones de la clínica Santiago permitiéndole a la compañía tener presencia en las prestaciones hospitalarias de la Región Metropolitana, generando mayores sinergias y eficiencias con el negocio de Integramédica que se desarrolla principalmente en Santiago y, la continua mejora en los resultados obtenidos por la filial Isapre Cruz Blanca pasando de un margen EBITDA negativo de 0,6% en 2015 a 2,5% a septiembre de 2018. Del mismo modo, se toma en consideración el apoyo del grupo controlador que se evidencia en los créditos relacionados proporcionados a la compañía que, a septiembre de 2018, alcanzan alrededor de \$110 mil millones lo que ha permitido disminuir la deuda con instituciones financieras.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Bupa Chile** en "Categoría AA-", se ha considerado el desarrollo de un modelo de negocios consistente y con capacidad para crear valor, tanto por la sinergia que se logra entre las distintas filiales, como por ofrecer un servicio que presenta una demanda actual sólida y con tendencia al alza en el tiempo. En efecto, el seguro en salud, las atenciones médicas, los exámenes, laboratorios y hospitalizaciones, entre otras, son todas prestaciones con una mayor o menor correlación favorable entre sí, que al ser entregadas de forma integral permiten mejorar la eficiencia en el control de costos (modelo que se refuerza por la entrada en operación de la clínica de Santiago). 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.

⁴ Tipo de cambio utilizado, al 30 de septiembre de 2018: \$ 660,42/US\$.

⁵ La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa y el área otros.

Sumado a lo anterior, otra de las fortalezas que respaldan esta clasificación es el *know how* con que disponen los propietarios del emisor, Bupa. Estos cuentan con presencia en 190 países con 29 millones de clientes y con más de 65 años de experiencia en el sector de la salud, ofreciendo desde seguros hasta atención hospitalaria. La fortaleza de la matriz se refleja en una clasificación de riesgo en A3 en escala global (incrementada en el año 2018).

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

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la relevancia y posicionamiento de las filiales operativas en sus respectivos mercados. Integramédica es una de las principales redes de centros de atención médica del país, pese a operar principalmente en la Región Metropolitana. Isapre CruzBlanca tiene una participación de mercado del orden del 22,6%⁶ a nivel de ingresos, mientras que en términos de cotizantes poseen el 21,3%⁷ 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 consolidadas son ampliamente conocidos y valorizados en sus respectivos segmentos de mercado. A ello se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria en sus respectivos sectores.

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

La clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por los riesgos asociados a la Isapre CruzBlanca, una de las principales inversiones del *holding*, esta ha presentado en algunos periodos rentabilidades y EBITDA negativos, y hay factores que podrían afectar la rentabilidad de largo plazo, debido a algunas regulaciones y, eventualmente, si se da un mejor desempeño de Fonasa. Sin perjuicio de ello, entre 2016 y 2018, se observa un importante crecimiento en los resultados del área aseguradora, impulsados por los mejores resultados que ha obtenido la isapre. Por otro lado, dada la correlación entre el pago de cotizaciones y el nivel de empleo, el seguro de salud privado es sensible a los ciclos económicos.

La categoría de riesgo asignada considera, además, la elevada importancia relativa en los flujos generados por algunos de los centros de atención médicas y de algunas clínicas regionales, sin embargo, esto ha ido disminuyendo en el tiempo debido a la apertura de nuevos centros y la apertura de la Clínica Santiago. 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 buena solvencia de la mayoría de los deudores

⁶ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a diciembre de 2017.

⁷ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a diciembre de 2017.

–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.

Por otra parte, si bien la clasificación recoge como elemento positivo para el modelo de negocio la puesta en marcha de la clínica Bupa Santiago, ubicada en la comuna de La Florida, que actualmente está en su primera fase, no se desconoce que de no cumplirse las expectativas de ocupación, la inversión podría no generar los flujos esperados.

Otro elemento a considerar en el proceso de evaluación es la rápida obsolescencia del equipamiento médico y la tendencia al alza de sus precios, generando la necesidad de inversiones recurrentes, que presionan la caja de la compañía. Asimismo, en 2019 se puede percibir que el perfil de pago de la deuda una estrecha holgura en los flujos; sin embargo, en la actualidad se dispone del apoyo y respaldo de Bupa con quienes se firmó, en 2016, un acuerdo de financiamiento (línea de crédito) de \$150 mil millones que están siendo usados principalmente para refinanciamiento de pasivos y capex de proyectos hospitalarios, en especial en la Clínica Bupa Santiago.

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

La perspectiva de la clasificación se califica en “Estable”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia para la compañía.

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

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Estados financieros a septiembre de 2018

Al 30 de septiembre 2018, los ingresos consolidados del grupo sumaron \$639.461 millones, lo que corresponde a un aumento de 8,7% respecto de septiembre de 2017 y se explica principalmente por una adecuación de precios base y GES en la isapre, así como también por el efecto de la inflación en los planes de salud, una mayor actividad en el área ambulatoria y finalmente el crecimiento en la actividad en el sector hospitalario por mejor desempeño de las clínicas en regiones y la entrada en operación de Clínica Bupa Santiago. El 71,5% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre CruzBlanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 23,1% de Integramédica y el 11,4% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José, Clinical Service y Clínica Bupa Santiago).

Los costos de explotación, a septiembre de 2018, aumentaron un 7,0% respecto de igual período de 2017, debido a un mayor gasto de personal en el área hospitalaria por la apertura de la nueva clínica y en el área ambulatoria por aumento de la actividad y la incorporación de nuevos centros; por otro lado, el área aseguradora aumentó sus costos por mayor uso de los planes de salud por parte de los beneficiarios.

Los gastos de administración y ventas crecieron un 18,6%, debido a un aumento en los gastos de personal dado el crecimiento de la compañía, en el área ambulatoria han aumentado los gastos debido a la apertura y crecimiento de nuevos centros (arriendos, servicios básicos y otros gastos administrativos).

El resultado operacional mostró un aumento, respecto de septiembre de 2017, de 0,7% y la utilidad del ejercicio una disminución de 41,7%. El EBITDA tuvo una variación de 11,4%, llegando a \$32.891 millones en septiembre de 2018, por un crecimiento en todos sus segmentos.

La deuda financiera de la compañía finalizó el periodo en \$158.369 millones, lo que representó una disminución de 8,2% respecto de las obligaciones financieras de diciembre de 2017.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA-

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

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

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 la isapre, pero beneficia a las restantes filiales). Todo ello da una elevada fortaleza al modelo de negocio del grupo, lo que es consolidado por la estabilidad de los resultados mostrados por Integramédica. A modo de ejemplo, se puede señalar que la existencia de centros médicos contribuye al fortalecimiento de las clínicas o que la relación seguro-clínica permite controlar los costos de manera más eficiente.

Lo anterior, en la actualidad se ve potenciado por la reciente entrada en operación de la Clínica Bupa Santiago ya que se pueden derivar pacientes desde Integramédica a la clínica, considerando que alrededor de esta se encuentran bastantes centros médicos del grupo.

Demanda sólida y con altas expectativas de crecimiento: La población en Chile está tendiendo a envejecer y la experiencia muestra que, por lo general, el mayor gasto en salud se materializa a partir de los

50 años o más. Según proyecciones demográficas del INE⁸, en 2016, el 15,3% del total de la población en el país tiene 60 años o más, esa proporción subiría, en 2020, al 17,3% y en 2030 a 22,3%.

Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda por servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 8,1%⁹ del PIB, lo que es más bajo respecto al promedio de los países de la OCDE igual a 8,9%. 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 2015, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%¹⁰.

Fortaleza de filiales operativas: Las fortalezas del *holding* se basan en la calidad de sus filiales, las que junto con presentar marcas fuertemente posicionadas en sus respectivos segmentos, como es el caso de Integramédica, Isapre CruzBlanca y las clínicas en las ciudades que operan. Representan una red de atención que cuenta con 37 centros médicos (28 Integramédica, 8 Sonorad y Centro Dra. Pilar Gazmuri), con más de 6,8 millones de atenciones anuales y 7,9 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. La isapre, por su parte, mantiene 53 sucursales en todo el país, mientras que a septiembre de 2018 registra 413.722 cotizantes promedio (707.198 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 22,6%¹¹ en términos de ingresos. Las clínicas, además de constituirse como los principales centros de alta complejidad en las regiones donde está operando, poseen una oferta conjunta de 414 camas y un nivel de ocupación del 57%.

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

Experiencia Grupo Controlador: El grupo Bupa opera en 190 países, con activos totales por US\$ 19.563 millones a diciembre de 2018 y una cartera de más de 30 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 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 una fortaleza financiera adecuada en caso de que el emisor necesite del aporte de fondos ya sea por planes de expansión y/o por disminución de flujos, situación que se ha manifestado en los últimos años mediante aportes de capital y deuda relacionada.

⁸ Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE.

⁹ <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

¹⁰ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

¹¹ Superintendencia de Salud, último dato publicado diciembre de 2017.

Elevado valor de los activos: De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas ligadas al rubro de la salud (isapres y clínicas) que transan en bolsa, el valor económico de las filiales de **Bupa Chile** es de alrededor de 7 veces la deuda financiera individual de **Bupa Chile**.

Factores de riesgo

Track record Isapre CruzBlanca: Esta inversión 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, revirtió esta situación al obtener un EBITDA por \$16 mil millones. En 2014, el EBITDA de Isapre CruzBlanca se duplicó, respecto de 2013, llegando a \$11.594 millones mientras que, al cierre de 2015 obtuvo un EBITDA negativo igual a \$2.958 millones. A diciembre de 2016, se observó una mejora del EBITDA alcanzando un valor de \$2.902 millones, situación que se mantuvo favorable hacia 2017, alcanzando un EBITDA de \$8.341 millones. Finalmente, en los 9 meses acumulados a septiembre de 2018 se observa fuerte crecimiento alcanzando un EBITDA de \$11.319 millones.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 86,0% y los gastos de administración son del orden del 11,6% de los ingresos, lo que lleva a que las utilidades de la compañía en particular, y del sector en general, estén bastante expuestas a incrementos en los niveles de siniestralidad o de gastos, así como a errores en la estructuración de tarifas y a variaciones negativas en el IPC (los planes de las Isapres se expresan en Unidades de Fomento). Además, a toda la industria le está resultando más complejo traspasar los mayores costos por siniestros a precios, debido a los recursos de protección que interponen los afiliados en contra de las alzas de las isapres.

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

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

Sensibilidad a ciclos recesivos: Isapre CruzBlanca, y el sistema en general, son sensibles a los períodos recesivos cuando éstos impactan negativamente los niveles de empleo, así como también a problemas de liquidez por parte de los empleadores, que impliquen una disminución en los pagos provisionales. No obstante, este riesgo se atenúa, puesto que los afiliados a las isapres pertenecen al grupo poblacional con empleo más

estable y son dependientes de empresas comparativamente más solventes. En el caso de las clínicas y centros médicos, su exposición es mucho menor.

Consolidación de clínica en Santiago: Dentro del negocio de prestación de servicios de salud existe una fuerte sinergia entre los centros de atención médica y los centros hospitalarios, elemento que favorece la competitividad de los operadores. En este contexto, dentro de los desafíos de la administración se tiene un desarrollo exitoso de la clínica Bupa Santiago, tanto por su impacto en los flujos del grupo como por su aporte a la consolidación del modelo de negocio.

Concentración en generación de flujo y cuentas por cobrar: El principal centro médico de Integramédica, así como la principal clínica, generan un EBITDA que representa el 7,4% y 17,8%, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados 2018), sin embargo, cabe señalar que esta situación ha ido disminuyendo en los últimos años, en 2016, estos valores alcanzaban un 12,2% y 19,5%, respectivamente. Con todo, se reconoce que ciertos tipos de eventos, desde una perspectiva financiera, pueden ser atenuados vía seguros (siniestros de principales inmuebles), y que el riesgo por la concentración de deudores, básicamente isapres y Fonasa, se atenúa por tratarse de deudas de muy corto plazo y porque la regulación obliga a las isapres a la constitución de reservas (garantías) para responder a sus obligaciones con los prestadores de salud (no obstante, aun cuando se trata de un riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, persiste la fuerte magnitud del mismo).

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

Industria con un alto nivel de competencia: El sector de salud privado en Chile ha tenido un importante desarrollo y, en términos de oferta de infraestructura, ha experimentado un fuerte crecimiento en el tiempo, ya sea por la construcción, ampliación y renovación de clínicas ligadas a las isapres, universidades y clínicas especializadas. Según cifras de la asociación gremial Clínicas de Chile A.G.¹², si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2017 esta cifra llegó a 6.914, mientras que entre el 2005 y 2016, los centros médicos pasaron de ser 618 a 745. Por un lado, esta situación la convierte en una industria con altos niveles de inversión en capital, de modo de mantener la posición relativa en la industria; pero estas constantes expansiones e inversiones generan el riesgo de provocar una sobreoferta de camas.

Riesgo del sector: Entre estos se pueden distinguir los riesgos regulatorios, con sus posibles efectos en costos o ingresos; la creciente competencia que se visualiza al interior de la industria, dado el aumento de la oferta del sector privado; la posibilidad de traslados de pacientes al sector público, en particular si se mejora este tipo de servicio y/o antes crisis económicas, y las necesidades de inversión en equipos dada su rápida obsolescencia (lo que en **Bupa** se ve atenuado por la posibilidad de trasladar los equipos dentro de la amplia

¹²Cifras obtenidas de los documentos "Memoria gestión 2017" y "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2016)

red asistencial). Además, hay que considerar la escasez del recurso humano en el área salud y las correspondientes presiones en costos que esto conlleva, sin desconocer mitigantes como la entrada de médicos extranjeros y la mejora en la capacidad de reclutamiento que implementó **Bupa** por la alta rotación de médicos existente.

Antecedentes generales

Descripción del *holding*

Bupa Chile es un *holding* compuesto por Isapre CruzBlanca, Cruz Blanca Compañía Seguros de Vida, Clínica Reñaca, Clínica San José, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica Bupa Santiago, Clinical Service, Integramédica, Inversiones Clínicas CBS y el área internacional que concentra sus operaciones en Perú, de esta forma todas las empresas operan dentro del sector salud. Si bien la compañía comenzó a constituirse en 1999 con la compra de la Clínica Reñaca, posteriormente, se fue potenciando mediante la incorporación de nuevas unidades operativas, todas empresas con una extensa trayectoria en sus respectivos mercados, como muestra el siguiente cuadro:

Filial	Año de Adquisición o Constitución	Año de Constitución
Clínica Reñaca	1999	1982
Clínica Bupa Antofagasta	2005	1980
Clínica San José	2007	1991
Isapre ING (CruzBlanca)	2008	1981
Integramédica	2010	1995
Centro Pilar Gazmuri	2011	1983
Centro Biolab	2011	1997
Resomasa	2011	1992
Clinical Service	2012	1992
Sonorad	2012	1987
Radiológico y laboratorio Santa Lucía	2012	1980
Anglolab	2013	1994
Mediperú	2013	2010
Clínica Bupa Santiago	2012	2018

Propiedad

A septiembre de 2018, el capital de la sociedad ascendía a \$ 143.946 millones, distribuido entre 787.650.000 acciones suscritas y pagadas. En febrero de 2014, tras el resultado de la OPA lanzada, Bupa, a través de su filial Bupa-Sanitas, adquirió el control de la sociedad con el 56% del capital accionario. Luego, tras el resultado de la OPA realizada en enero de 2016, Bupa concentró el 100% de la propiedad de Bupa Chile a través de su filial Grupo Bupa Sanitas Chile Uno SpA. El modelo de negocio de este grupo inglés, que cuenta con 32 millones

de clientes en 190 países, consiste en operar un amplio abanico de servicios ligados a la salud, tanto en el sector privado como público.

A continuación, se presenta la estructura propietaria al 31 de diciembre de 2018:

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

Líneas de negocio

Los ingresos de la compañía provienen de cuatro segmentos, los cuales operan como una red que apoyan las sinergias comerciales y de costos: aseguradora (Isapre CruzBlanca y Cruz Blanca Compañía Seguros de Vida), servicios hospitalarios (clínicas y hospitalización domiciliaria), servicios ambulatorios (Integramédica) y el área internacional (con operaciones en Perú).

Área aseguradora: Compuesta, en lo fundamental, por Isapre CruzBlanca a la que se le agregó, a fines de 2013, la Compañía de Seguros Cruz Blanca. La isapre tiene una participación de mercado de 22,6% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 71,5% de los ingresos totales del *holding* en septiembre de 2018.

Área prestadora hospitalaria: Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José, Clínica Bupa Santiago y Clinical Service (hospitalización domiciliaria), ubicadas en las regiones de Valparaíso, Antofagasta, Arica y Parinacota y Metropolitana, respectivamente, con un total de 414 camas y una ocupación promedio de 57% los últimos dos años.

A septiembre de 2018, este segmento de negocio representa el 11,4% de los ingresos totales.

Área prestadora ambulatoria: Compuesta por centros médicos Integramédica (uno de los principales prestadores de salud ambulatoria privada de país), la red de centros médicos Sonorad y centro médico Consulta Dra. Pilar Gazmuri. Cuenta con 37 centros médicos distribuidos en cinco regiones (28 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 23,1% de los ingresos del *holding*.

Área internacional: Incluye la gestión de Cruz Blanca Salud Perú, Resomasa (dedicada a los servicios de diagnóstico por imágenes), Anglolib (laboratorio) e Integramédica Perú. Esta última comenzó recientemente su operación. El área internacional representa el 1,1% de los ingresos de la empresa.

Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* en el año móvil a septiembre de 2018 fueron \$841.619 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$41.852 millones. La distribución de estos indicadores se muestra en la Ilustración 1.

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

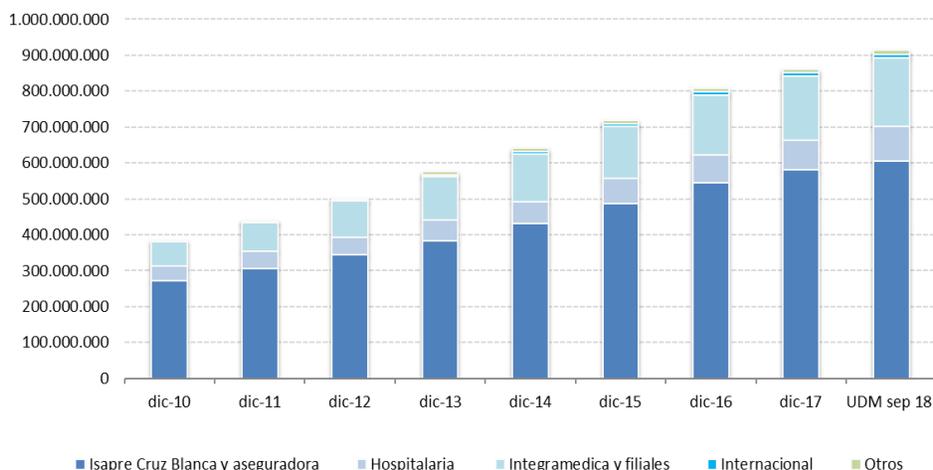
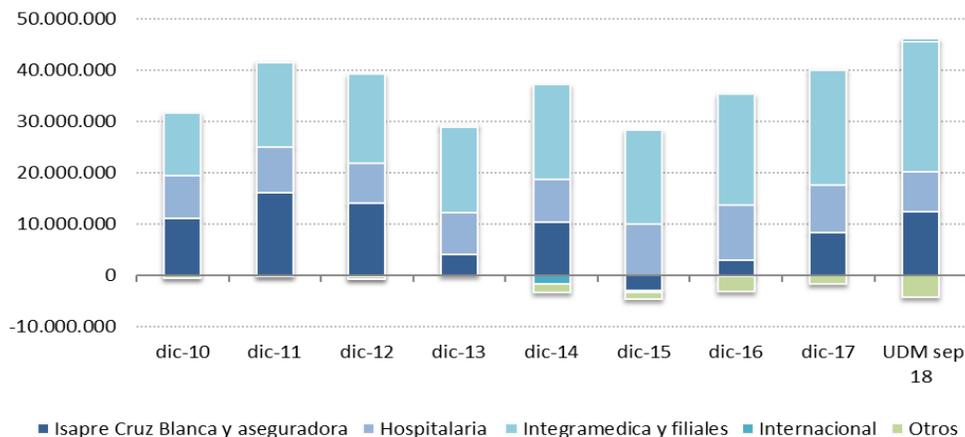


Ilustración 2
Evolución del EBITDA consolidado por área
(En miles de pesos)



Es importante señalar que si bien la Isapre CruzBlanca aportó el 72,0% de los ingresos del grupo (calculado en el año móvil a septiembre de 2018), su contribución al EBITDA es menor (representa un 29,8% del mismo), incluso en algunos periodos ha sido negativo. Por su parte, la atención ambulatoria, a través de Integramédica, participa con un 22,9% de los ingresos totales y aporta un 60,5% del EBITDA del grupo. En cuanto al área hospitalaria, tiene una participación de 11,3% en los ingresos, pero genera el 18,6% del EBITDA consolidado. Esto se explica porque, en términos relativos, los costos asociados al área aseguradora son mayores y, por ende, su margen mucho menor. Así, según datos del año móvil a septiembre de 2018, el margen EBITDA¹³ del área hospitalaria es de 8,2%, el de la línea ambulatoria aproximadamente 13,2% y el de la unidad de seguros

¹³ Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos.

2,1%. 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 márgenes más elevados. Según la información entregada por el emisor, Integramédica cuenta con el laboratorio más grande del país.

Distribución de activos y pasivos financieros

A septiembre de 2018, los activos totales del *holding* alcanzaron \$708.692 millones, un 6,8% sobre los de diciembre de 2017. Tal aumento se explica, en gran parte, por un aumento en Propiedades, planta y equipo por el crecimiento en los centros médicos de Integramédica y la Clínica Bupa Santiago.

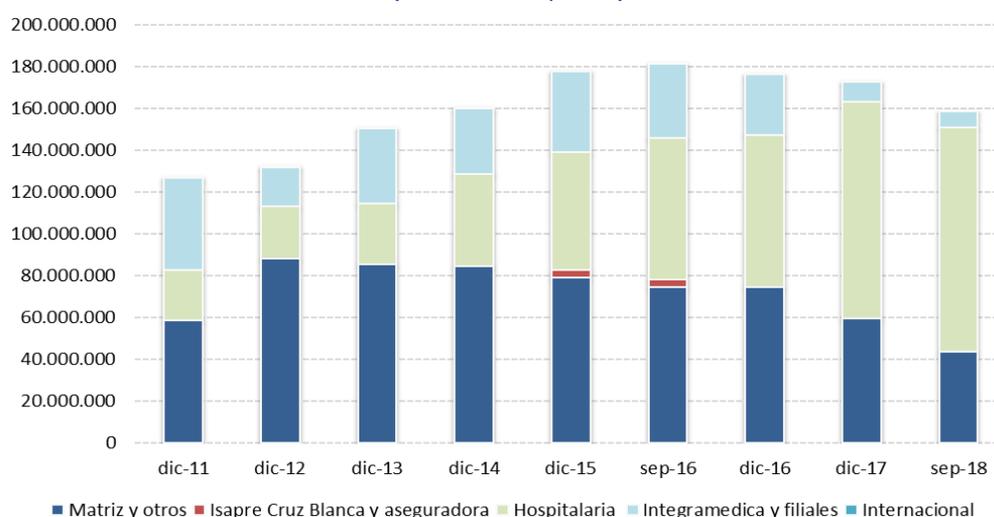
A la misma fecha, la deuda financiera del grupo ascendía a \$158.369 millones, disminuyendo un 8,2% respecto a diciembre de 2017 (\$172.477 millones). Esta baja se debe a un menor endeudamiento del área ambulatoria y de la matriz compensada por un aumento en la deuda del área hospitalaria principalmente por la Clínica Bupa Santiago.

A septiembre de 2018, la deuda financiera que corresponde a la matriz es \$43.403 millones (correspondiente al 27,4% del total de las obligaciones financieras), Integramédica mostró una deuda financiera igual a \$7.411 millones (lo que representa el 4,7% del total consolidado) y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$107.544 millones (equivalente al 67,9%). Cabe señalar, que el 83,3% de la deuda se concentra en el largo plazo, y el total de la deuda corresponde principalmente a obligaciones con bancos (69,7%), bonos (24,7%), otros préstamos financieros (2,0%) y arriendos financieros (1,2%).

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

Ilustración 3.

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



Descripción líneas de negocios

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

Área aseguradora

Está conformada por la Isapre CruzBlanca y la Compañía de Seguros Cruz Blanca Salud. La isapre está presente en el mercado desde 1981, bajo distintos controladores y diversos nombres. En 2008, se retomó la marca Isapre CruzBlanca. Ese año se fusionó con Isapre Normédica (presente en Antofagasta) mejorando la posición de mercado de la institución.

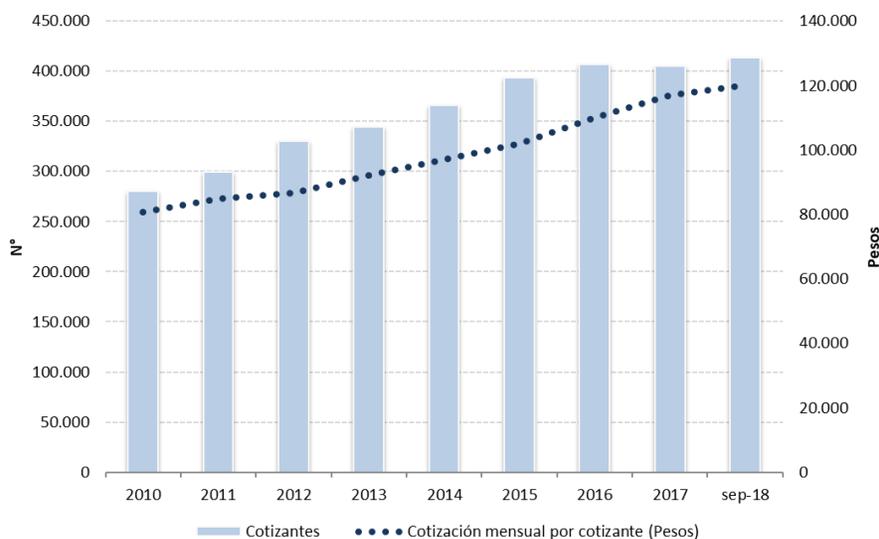
Actualmente, la isapre cuenta con 53 sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos entregados por la compañía, a septiembre de 2018, la isapre registra en promedio 413.722 cotizantes (707.198 beneficiarios).

Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Aseguradora								
MM \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept 18
Ingresos totales	304.772	343.246	383.909	430.979	486.336	544.948	579.944	457.449
Costo de ventas	-256.682	-295.424	-338.189	-372.963	-460.259	-511.769	-542.794	-419.597
Ganancia bruta	48.090	47.822	45.721	58.016	26.077	33.179	37.150	37.853
Gastos de administración	-34.316	-36.484	-43.924	-50.053	-31.514	-32.898	-31.443	-28.780
Resultado operacional	14.327	11.885	1.797	7.963	-5.437	281	5.707	9.073
Costos financieros	0	-420	-399	-278	-292	-321	-424	-403
Utilidad del Ejercicio	13.705	11.453	3.926	11.071	-1.967	2.953	6.015	7.767
EBITDA	16.072	14.154	4.106	10.427	-2.958	2.902	8.341	11.319

Balance General Área Aseguradora								
MM \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept 18
Activos Corrientes	58.531	58.812	60.479	69.010	64.945	75.942	84.567	81.616
Activos No Corrientes	53.453	65.112	69.968	81.081	81.508	83.724	91.510	103.318
Total Activos	111.983	123.924	130.447	150.091	146.452	159.666	176.077	184.935
Pasivos Corrientes	84.181	93.709	92.989	106.790	111.503	153.413	167.137	169.237
Pasivos No Corrientes	3.030	5.442	7.337	9.337	9.709	1.004	4	4
Pasivos Totales	87.210	99.151	100.326	116.126	121.212	154.417	167.141	169.242
Patrimonio total	24.773	24.773	30.120	33.965	25.240	5.249	8.936	15.693
Patrimonio y Pasivos, Total	111.983	123.924	130.322	150.091	146.452	159.666	176.077	184.935
Deuda Financiera	0	0	0	0	3.878	0	0	0

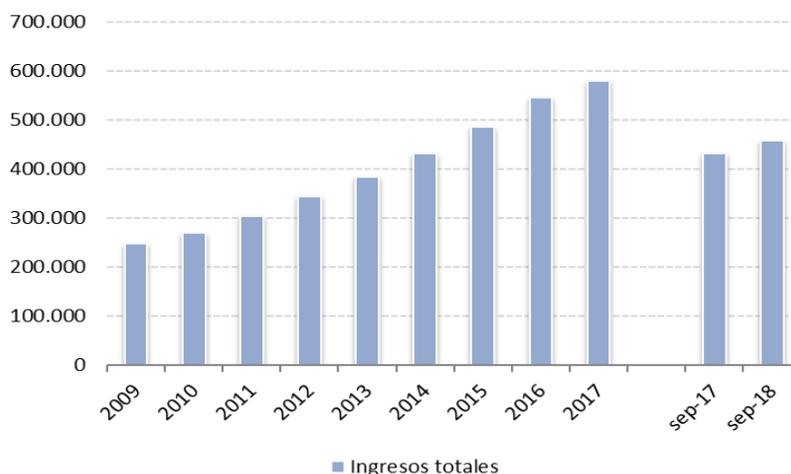
Ilustración 4
Evolución de los cotizantes y la cotización mensual
(En pesos)



Evolución de los ingresos

Tal como muestra la Ilustración 5, los ingresos han aumentado constantemente desde 2009 a una tasa compuesta igual del 10,5% anual, debido a una mayor cantidad de cotizantes y un incremento en las cotizaciones mensuales.

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



Evolución de los resultados

Como se aprecia en la ilustración 6, los resultados operacionales y del ejercicio han mostrado un comportamiento alineado y altamente volátil; esto último explicado, en parte, por cambios en los niveles de siniestralidad en la isapre. A septiembre de 2018, el sector asegurador de la compañía reportó ganancias por

\$7.767 millones, influenciadas positivamente por la isapre, que cerró, en la misma fecha, con un resultado igual a \$8.511 millones, y contrarrestado las pérdidas por \$744 millones de la compañía de seguros. Este resultado es superior a los presentados en septiembre de 2017 donde se produjeron ganancias de \$6.442 millones.

El mejoramiento, en el caso de la isapre, se produjo principalmente por una readecuación anual de los planes base, efecto UF y mayor porcentaje pagado/pactado en la isapre y un crecimiento del número de cotizantes.

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

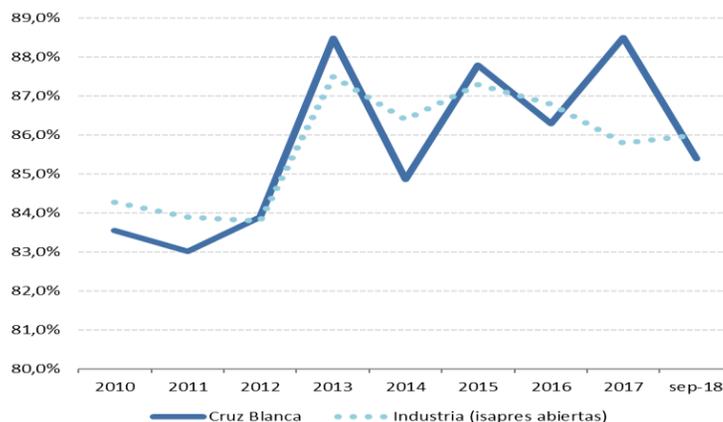


Siniestralidad

Los niveles de siniestralidad de la isapre, definida como costo de venta sobre ingresos de actividades ordinarias, a septiembre de 2018 han presentado indicadores menores a los de la industria en su conjunto, donde la siniestralidad de isapre CruzBlanca fue de 88,5%, mientras que para las isapres abiertas fue de 85,4%, según datos de la Superintendencia de Salud.

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

Ilustración 7
Evolución de la siniestralidad
(%)



Área prestadora ambulatoria

Esta área está compuesta, principalmente, por Integramédica S.A., sociedad constituida en 1995 y cuyo foco es la prestación de servicios médicos ambulatorios e integrales en todas las especialidades. La empresa cuenta con una red de 28 centros Integramédica, 8 Sonorad y el centro médico Clínica Pilar Gazmuri, realizando 6,8 millones de consultas médicas ambulatorias y 7,9 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. Tiene presencia en cinco regiones del país: Metropolitana, Coquimbo, Valparaíso, Maule y Biobío, las que concentran el mayor parte 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:

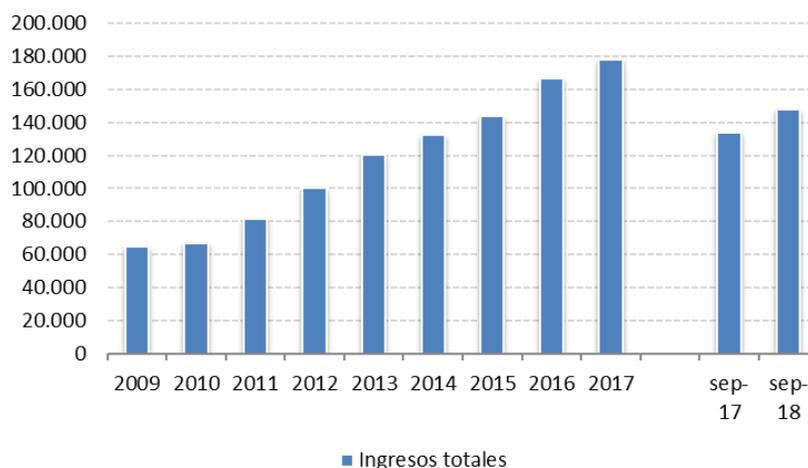
Estado de Resultados Área Ambulatoria								
MM \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept 18
Ingresos totales	81.355	100.557	120.589	133.328	143.967	166.557	177.952	148.025
Costo de ventas	-45.800	-61.542	-72.514	-71.859	-77.897	-90.136	-97.246	-81.500
Margen Bruto	35.555	39.014	48.075	61.469	66.070	76.421	80.706	66.525
Gastos de administración	-22.774	-25.998	-36.070	-48.362	-54.027	-61.107	-66.198	-53.789
Resultado operacional	13.931	13.079	12.005	13.108	12.043	15.315	14.508	12.736
Costos financieros	-3.952	-3.338	-2.242	-2.447	-2.561	-2.424	-2.123	-1.411
Utilidad del Ejercicio	10.507	9.428	8.554	12.966	8.857	9.956	9.265	8.196
EBITDA	16.476	17.495	16.667	18.408	18.204	21.685	22.268	19.941

Balance General Área Ambulatoria								
MM \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept 18
Activos Corrientes	15.442	12.438	14.849	12.909	17.833	20.491	23.524	24.066
Activos No Corrientes	146.371	133.843	144.364	152.341	158.683	160.551	160.984	158.650
Total Activos	161.813	146.282	159.213	165.250	176.515	181.042	184.508	182.715
Pasivos Corrientes	19.170	30.124	23.279	28.329	43.568	48.387	52.670	29.207
Pasivos No Corrientes	46.048	14.426	28.632	21.074	15.999	9.154	1.663	5.821
Pasivos Totales	65.218	44.550	51.911	49.403	59.567	57.541	54.363	35.028
Patrimonio total	96.596	101.731	107.302	115.848	116.498	123.501	130.144	147.687
Patrimonio y Pasivos, Total	161.813	146.281	159.213	165.251	176.065	181.042	184.508	182.715
Deuda Financiera	44.135	18.746	35.591	31.456	38.522	29.220	9.660	7.411

Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a una tasa anual compuesta igual a 9,6% entre 2009 y el año móvil a septiembre de 2018.

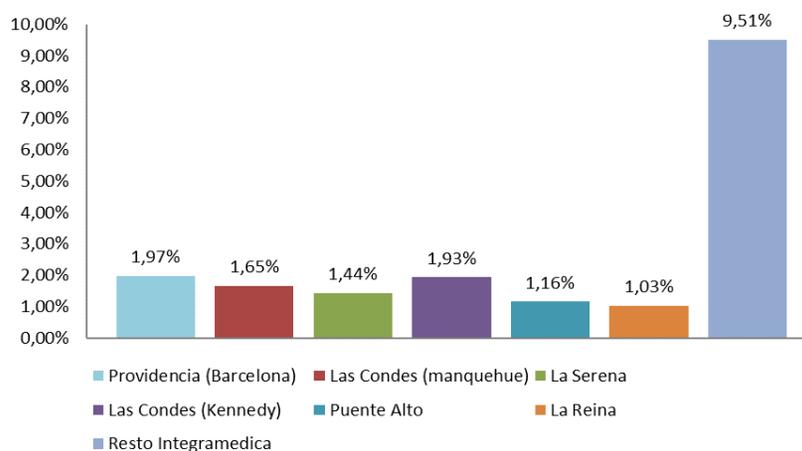
Ilustración 8
Evolución de los ingresos del área ambulatoria
(Millones de pesos)



Dos centros de Integramédica concentran más del 14,2% del EBITDA total de **Bupa Chile**, donde el primero explica el 7,4% y el segundo el 6,7%. Estos mismos centros representan el 2,0% y 1,7%, respectivamente de los ingresos totales del *holding*.

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

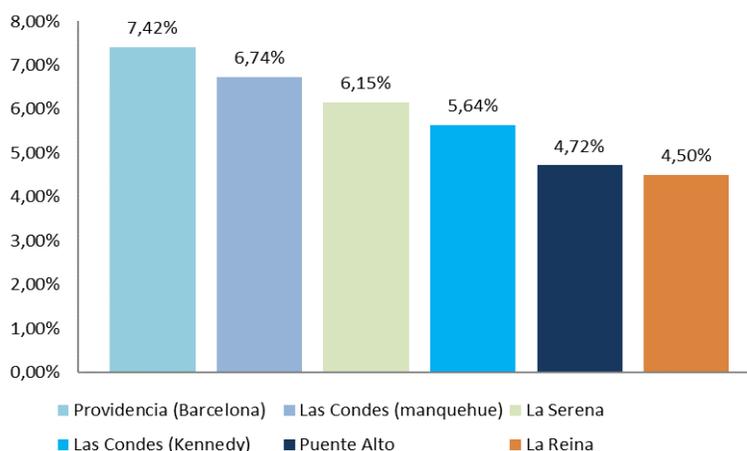
Ilustración 9
Distribución de los ingresos operacionales
(Como % de los ingresos de **Bupa**. Septiembre 2018)



Seis de los 37 centros ambulatorios representan el 35,2% del EBITDA total generado por el *holding*.

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

Ilustración 10
Distribución del EBITDA
(Como % del EBITDA de **Bupa**. Septiembre 2018)



Evolución de los resultados

El resultado operacional y la utilidad del ejercicio de la empresa han sido fluctuantes en el periodo evaluado, sin embargo, muestran una tendencia creciente en el tiempo alcanzando una tasa de variación promedio anual, entre 2009 y el año móvil a septiembre de 2018, de 11,1% y 17,0%, respectivamente.

A septiembre de 2018, los ingresos crecieron un 10,8%, respecto de septiembre de 2017 principalmente por expansiones y remodelaciones de centros, mayor madurez de otros ya operativos y mayores ingresos por la apertura de dos centros Integramédica en Peñalolén y Los Dominicos. Los costos de venta crecieron un 11,7%

por una mayor necesidad de dotación de personal y mayor costo de honorarios médicos e insumos por la apertura de los nuevos centros. Del mismo modo, los gastos de administración del segmento ambulatorio tuvieron un incremento igual a 8,7%, dado esto, el resultado operacional de la compañía aumentó un 14,4%, mientras que la utilidad de este segmento creció en un 10,8%, respecto de septiembre de 2017.

Ilustración 11
Evolución de los resultados del segmento ambulatorio
(Millones de pesos)



Área prestadora hospitalaria

El área de prestaciones hospitalarias está integrado por cuatro clínicas, ubicadas en Arica, Antofagasta, Viña del Mar y la Región Metropolitana, además, los prestadores de hospitalización domiciliaria, Clinical Service.

Clínica Bupa Reñaca fue adquirida por el Grupo en 1999, pero inició sus operaciones en 1982, y es la principal clínica de alta complejidad de la Región de Valparaíso, contando con 136 camas y una superficie construida de 20.600 m².

Clínica Bupa Antofagasta fue adquirida en 2005, aunque inició sus operaciones en 1980. En 2010 se realizaron inversiones orientadas a remodelarla en términos de estructura y equipamiento, convirtiéndola en la principal clínica de alta complejidad en el norte del país. Cuenta con 152 camas y una superficie construida de 11.918 m².

Clínica San José está ubicada en Arica. Fue adquirida en 2007, iniciando sus operaciones en 1991. Cuenta con 44 camas y una superficie construida de 5.898 m².

La Clínica Bupa Santiago ubicada en la comuna de La Florida, comenzó su construcción en 2015 e inició sus operaciones en junio de 2018. En su primera etapa cuenta con 82 camas habilitadas y una superficie construida de 103.852 m².

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

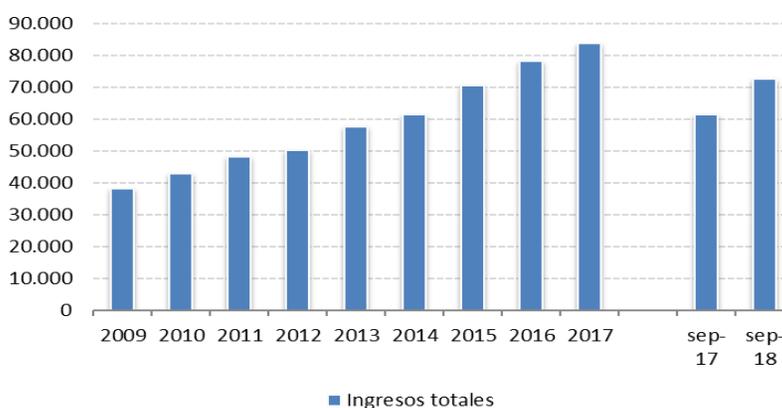
Estado de Resultados Área Hospitalaria								
MM \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept 18
Ingresos totales	48.248	50.354	57.614	61.367	70.616	78.207	83.799	72.818
Costo de ventas	-37.802	-40.906	-43.962	-41.924	-46.285	-51.232	-54.803	-48.845
Margen Bruto	10.446	9.448	13.652	19.443	24.331	26.975	28.996	23.973
Gastos de administración	-4.103	-4.569	-5.988	-14.717	-17.816	-19.810	-23.180	-22.636
Resultado operacional	5.518	5.231	5.061	4.726	6.515	7.165	5.817	1.337
Costos financieros	-1.266	-1.050	-1.697	-1.680	-1.659	-1.682	-1.550	-2.490
Utilidad del Ejercicio	3.155	4.517	2.672	1.318	6.190	7.193	5.856	3.406
EBITDA	8.996	7.651	8.275	8.280	10.072	10.798	9.309	5.609

Balance General Área Hospitalaria								
MM \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept 17
Activos Corrientes	22.653	26.094	30.455	39.030	44.541	54.180	62.015	76.549
Activos No Corrientes	53.409	69.024	74.345	137.764	151.145	180.611	215.830	252.543
Total Activos	76.062	95.118	104.800	176.794	195.686	234.791	277.846	329.092
Pasivos Corrientes	12.378	17.127	20.506	28.249	32.738	50.771	58.904	83.410
Pasivos No Corrientes	24.382	23.487	22.288	38.409	46.927	62.758	90.305	97.504
Pasivos Totales	36.760	40.614	42.794	66.659	79.665	113.529	149.209	180.914
Patrimonio total	39.301	54.504	62.006	110.135	116.021	121.263	128.637	148.177
Patrimonio y Pasivos, Total	76.062	95.118	104.800	176.794	195.686	234.791	277.846	329.092
Deuda Financiera	23.912	24.831	29.379	44.150	56.295	72.957	103.390	107.544

Evolución de los ingresos

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

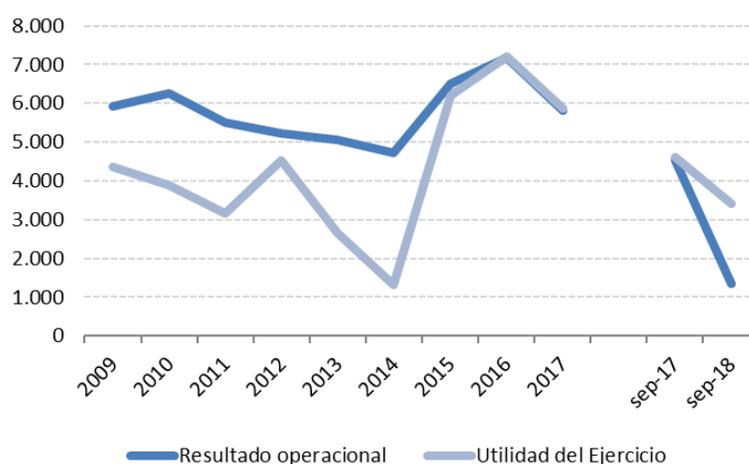
Ilustración 12
Evolución de los ingresos del área hospitalaria
(Millones de pesos)



Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los ingresos del segmento hospitalario a septiembre de 2018 crecieron un 18,6%, respecto de septiembre de 2017. Lo anterior, es producto de mayor actividad en las tres clínicas de la compañía regionales, el inicio de las operaciones de Clínica Bupa Santiago y contribuye también la Clínica Service por un aumento en la actividad de días cama. El margen bruto de este segmento se incrementó en un 17,4% mientras que los gastos de administración mostraron un aumento de un 42,3%. Dado esto, el EBITDA de este segmento disminuyó un 21,3%, principalmente por los mayores gastos dada la puesta en marcha de la nueva clínica, además, obtiene una utilidad inferior en un 26,0% en comparación a la obtenida en septiembre de 2017.

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



Análisis financiero de Bupa Chile¹⁴

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Bupa Chile**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y el año móvil a septiembre de 2018.

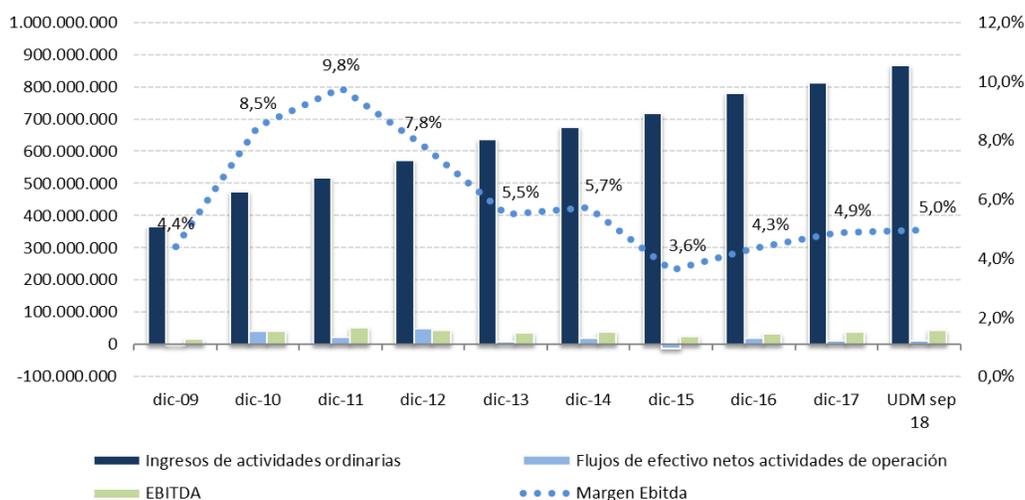
Evolución de los ingresos y EBITDA

Bupa Chile alcanzó ingresos por \$866.272 millones en el año móvil a septiembre de 2018, lo que corresponde a un aumento de 6,5% respecto de diciembre de 2017. Cabe señalar, que desde 2009, cuando se formó el *holding*, los ingresos de la compañía han mostrado tasas de variación crecientes, con un promedio de 10,2% anual, lo que se debe principalmente a la incorporación de nuevas líneas de negocio, nuevas inversiones y las sinergias surgidas por la integración de las tres áreas productivas. No obstante, la evolución de los ingresos,

¹⁴ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a septiembre de 2018.

la generación de flujos netos ha sido variable, medidos tanto en términos de EBITDA como de flujos de efectivo netos de actividades operación, principalmente por la volatilidad observada en el área de seguros. En el período 2009-2018 (UDM), el margen EBITDA ha fluctuado entre un máximo de 9,8% y un mínimo de 3,6%, tal como se ve en la Ilustración 14.

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



Evolución del endeudamiento y la liquidez

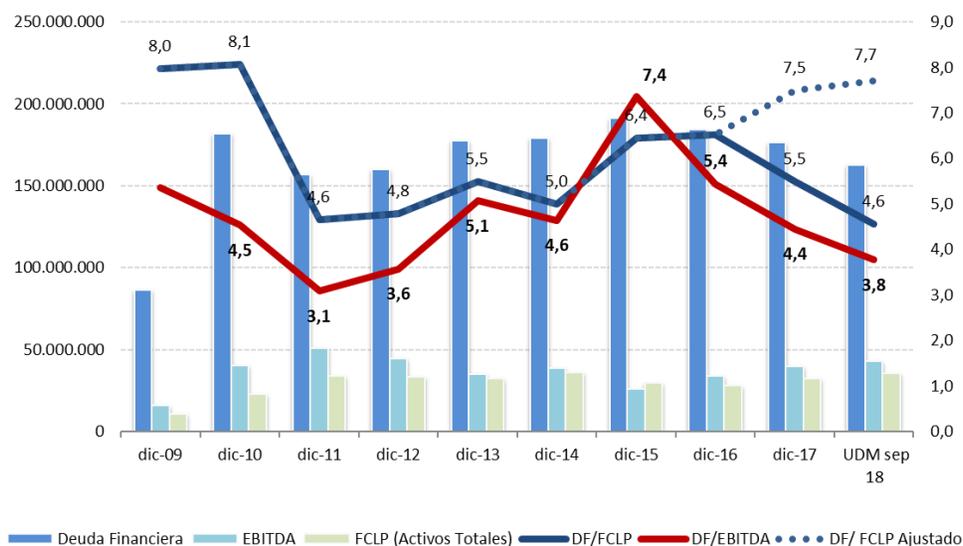
Al 30 de septiembre de 2018, la deuda financiera del *holding* ascendía a \$162.535 millones, un 7,9% inferior a la que registraba al cierre del 2017 (\$176.432 millones). Del total de la deuda financiera, el 83,3% se concentraba en el largo plazo.

El endeudamiento relativo –medido como deuda financiera sobre EBITDA o Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP¹⁵)- tuvo un descenso importante el año 2011, respecto a ejercicios anteriores, para posteriormente mantener variaciones moderadas, hasta 2015 donde experimenta un fuerte alza, explicado básicamente por el aumento en la deuda en el sector hospitalario producto de la construcción de la Clínica Santiago la cual ha venido disminuyendo en años posteriores, pasando de una relación deuda financiera sobre EBITDA de 4,4 veces, en 2017, a 3,7 veces en septiembre de 2018 (UDM). Del mismo modo, la relación entre deuda financiera y FCLP disminuyó de 5,5 veces, en 2017, a 4,6 veces a septiembre de 2018. Sin embargo, la compañía posee una deuda con empresas relacionadas, con su matriz internacional, que a septiembre de 2018 es de alrededor de \$111.000 millones, dado esto, si se considera en el indicador deuda financiera sobre FCLP este alcanzaría las 7,7 veces, por lo tanto, la disminución en la deuda financiera se debe, en parte, a traspaso de esta a préstamos con empresas relacionadas.

¹⁵El 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.

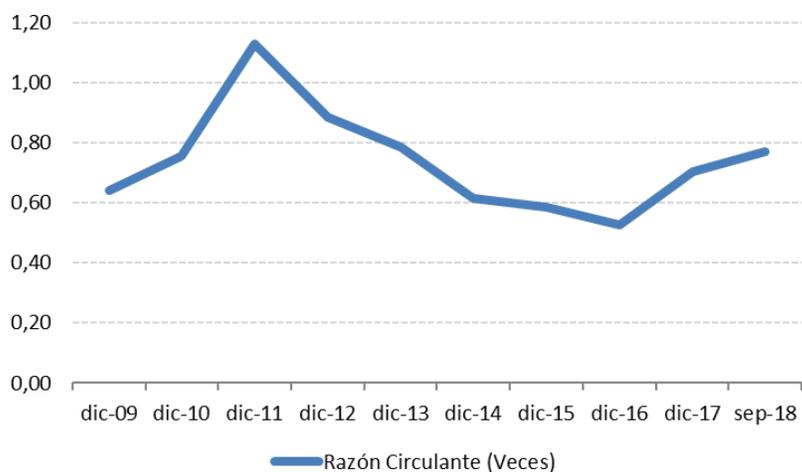
En la Ilustración 15 se muestra la evolución de los indicadores:

Ilustración 15
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(Miles de pesos)



En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante¹⁶, salvo el 2011, ha sido persistentemente inferior a uno. No obstante, a partir de 2016 comienza a mostrar una tendencia al alza alcanzando, a septiembre de 2018, las 0,77 veces.

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



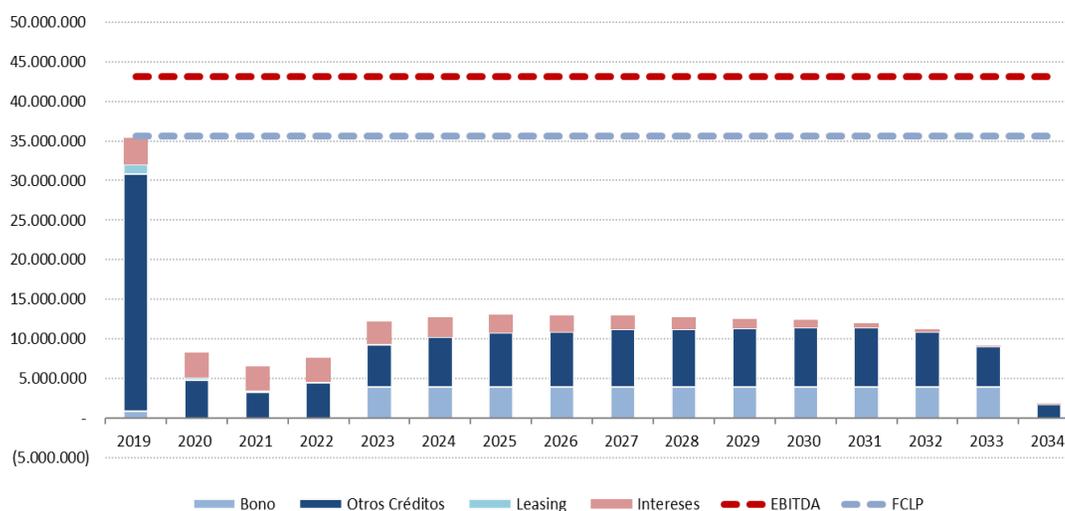
¹⁶Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante.

Flujos del emisor y perfil de pago de la deuda

El perfil de vencimientos de la compañía mantiene un importante pago en 2019, igual a \$35.345 millones (cifra incluye pago de intereses y amortizaciones), sin embargo, no supera los niveles de EBITDA generado en el año móvil a septiembre de 2018 por **Bupa**, iguales a \$43.125 millones, y los niveles de FCLP generados por la empresa, monto igual a \$35.658 millones, por lo que posee holgura para el pago de sus obligaciones financieras hasta 2034.

La Ilustración 17 muestra el plan de pago anual de amortizaciones e intereses de la deuda de Bupa, actualmente vigente.

Ilustración 17
Evolución del perfil de pagos (amortización e intereses) frente al EBITDA y FCLP
 (Miles de pesos)

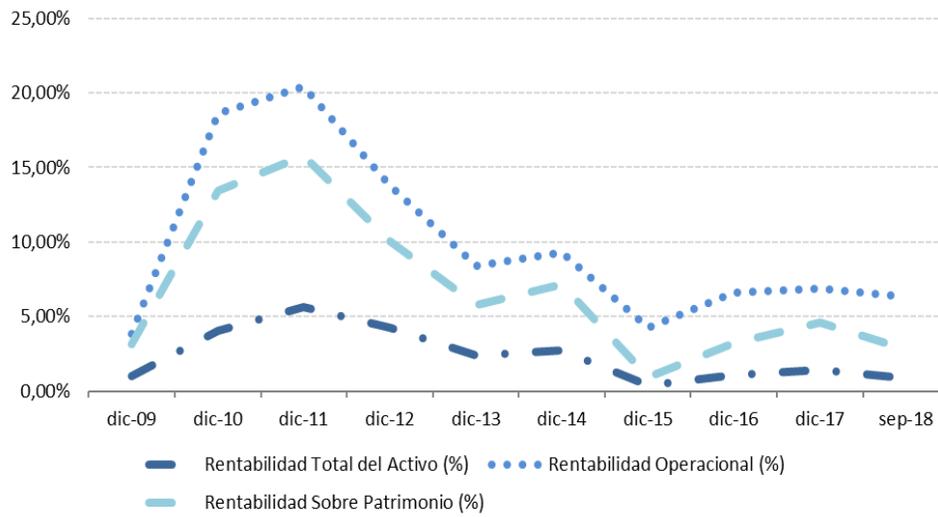


Evolución de la rentabilidad

En el siguiente gráfico, puede verse que en el período 2011 y 2015, las tres mediciones de rentabilidad han mostrado sucesivas disminuciones debido a que la utilidad de la compañía experimentó una caída, por lo que la rentabilidad de los activos bajó. Por otra parte, el resultado operacional de la compañía ha descendido producto de los mayores costos que la emisora tuvo enfrentar, sobretudo en el área aseguradora.

Entre 2016 y 2017, los ratios de rentabilidad presentaron una mejoría producto de incrementos en la utilidad del ejercicio, sin embargo, durante el año móvil a septiembre de 2018 los indicadores muestran una disminución producto que el resultado final se vio afectado, en parte, por mayores impuestos. En septiembre de 2018 (UDM) la rentabilidad del activo fue 0,87%, 6,31% la rentabilidad operacional y en 2,77% la rentabilidad sobre patrimonio.

Ilustración 18
Evolución de la rentabilidad
 (%)



Características de las líneas de bono

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Bupa Chile** a septiembre de 2018 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	19/06/2012 – Nº 722	19/06/2012 – Nº 723
Monto máximo ¹⁷	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-17	Sept - 18
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	Menor a 1,75 veces (trimestral)	0,5	0,38
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.	5,64	5,60

¹⁷ 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.

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