



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Bupa Chile S.A.

Abril 2020

Analistas
Antonio González G.
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
antonio.gonzalez@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

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- En Observación ¹
EEFF base	30 de septiembre 2019 ²

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 \$	2013	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos totales	534.705	657.107	741.445	790.325	863.920	964.915
Costo de ventas	-421.360	-534.857	-599.539	-638.028	-685.918	-770.627
Margen Bruto	113.344	122.250	141.906	152.297	178.002	194.288
Gastos de administración	-95.116	-112.068	-123.413	-128.692	-155.167	-194.024
Resultado operacional	18.228	10.182	18.493	23.605	22.835	263
Costos financieros	-9.579	-9.194	-8.481	-8.363	-9.929	-17.345
Utilidad del Ejercicio	10.993	1.780	5.846	8.818	-332	-15.258
EBITDA	29.366	23.624	32.170	38.491	42.314	54.148

Balance General Consolidado IFRS						
MM \$	2013	2015	2016	2017	2018	2019
Activos Corrientes	110.839	108.256	129.773	173.727	185.652	210.540
Activos No Corrientes	371.106	424.550	446.738	489.618	523.957	669.882
Total Activos	481.977	532.806	576.510	663.345	709.609	880.422
Pasivos Corrientes	141.073	184.461	247.199	246.430	235.641	287.387
Pasivos No Corrientes	148.518	157.282	156.356	206.812	260.439	399.551
Pasivos Totales	289.591	341.743	403.555	453.243	496.080	686.938
Patrimonio total	192.354	191.063	172.955	210.102	213.529	193.484
Patrimonio y Pasivos, Total	481.977	532.806	576.510	663.345	709.609	880.422
Deuda Financiera	150.831	177.953	176.533	172.477	164.422	315.460

¹ Tendencia anterior: Estable.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 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, Seguros Bupa, 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.

En 2019, el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$ 964.915 millones (US\$ 1.279,5 millones³), aportando Isapre CruzBlanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service), siendo la isapre la responsable de más del 50% de dichos ingresos. En términos de EBITDA, en tanto, de 2019 ascendió a \$54.148 millones (US\$ 71,8 millones), concentrado fuertemente en Integramédica. A la misma fecha, la empresa mantenía una deuda financiera por \$ 315.460 millones (US\$ 418,3 millones) y un patrimonio por \$ 193.484 millones (US\$ 256,6 millones).

La tendencia "*En Observación*" responde a la necesidad de verificar en los hechos como la crisis provocada por el Covid-19, que es de carácter global, afecta la solvencia de la matriz inglesa, la que, para efectos de la clasificación, se considera como un soporte para Bupa Chile.

En cuanto a Bupa local, cabe destacar que la sociedad mantiene una liquidez adecuada para soportar un período de un descenso abrupto en la generación de flujos de sus filiales, en especial de Integramédica, que en tiempos normales representa alrededor del 60% del Ebitda del grupo y el mayor porcentaje de gastos de administración. Con todo, para el segundo semestre se presume una fuerte recuperación de la actividad de las filiales y, por ende, de su generación de flujos.

En opinión de **Humphreys**, el emisor mantiene una adecuada liquidez para soportar de un descenso abrupto en la generación de flujos por parte de Integramédica, por un período de 3-4 meses. Para este período, se estima, también que Isapre Cruz Blanca podría experimentar un aumento en su siniestralidad dado por un mayor gasto en hospitalizaciones, licencias médicas y consultas por Covid-19, lo que afectaría negativamente la liquidez del grupo, sin embargo, se podría compensar por un menor gasto médico por prestaciones médicas habituales. La generación de flujos se daría por la actividad de las clínicas, la que en todo caso no dispondría de la proporción de ingresos asociados a consultas médicas y exámenes, con excepción de las prestaciones asociadas al coronavirus. En contraposición, para el segundo semestre estima altos niveles de ocupación para los centros médicos y clínicas, con un fuerte aumento en los resultados de la empresa.

³ Tipo de cambio utilizado, al 02 de enero de 2020: \$ 754,16/US\$.

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.

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 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 23,1%⁴ a nivel de ingresos, mientras que en términos de cotizantes poseen el 21,7%⁵ 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 (como en 2019), 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. 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.

⁴ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a diciembre de 2019.

⁵ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a diciembre de 2019.

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 que tienden a concentrar gran parte de los ingresos y EBITDA, si bien, esto ha disminuido con respecto hace algunos años, se ha mantenido durante el último periodo.

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 –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, a la fecha, septiembre 2019, ha mostrado un claro aumento en la generación de ingresos, sin embargo, aún se encuentra en proceso de consolidación y generando un EBITDA negativo. No obstante, dentro de los próximos periodos es probable que logré los flujos esperados, aunque no se desconoce que, de no cumplirse las expectativas de ocupación, la inversión podría no generar estos 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.

Un factor de riesgo importante a tomar en cuenta, serían los cambios regulatorios propuestos por el gobierno que pudiesen afectar en cualquier forma el funcionamiento de la compañía.

La perspectiva de la clasificación se califica en “En Observación”, por cuanto en el corto plazo se podrían visualizar algunos efectos provocados por el Covid-19.

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 2019

Al 30 de septiembre 2019, los ingresos consolidados del grupo sumaron \$715.945 millones, lo que corresponde a un aumento de 12% respecto de septiembre de 2018 y se explica principalmente por una adecuación de precios base y GES en la isapre, así como también una mayor actividad en el área ambulatoria y finalmente el crecimiento en la actividad en el sector hospitalario, principalmente por la operaciones de la Clínica Bupa Santiago. El 69,1% de los ingresos provino del área aseguradora (Isapre CruzBlanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), el 23,7% de Integramédica y el 14,8% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José, Clinical Service y Clínica Bupa Santiago)⁶.

Los costos de explotación, a septiembre de 2019, aumentaron un 13,5% respecto de igual período de 2018, debido a un alza 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, en el área

⁶ El ajuste al 100% se produce si se incorpora la cuenta ajuste de consolidación del orden del 10%

aseguradora sus costos estuvieron influenciado por mayor uso de los planes de salud, en los gastos hospitalarios y en las bonificaciones por parte de los beneficiarios.

Los gastos de administración y ventas crecieron un 14,7%, 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 una caída, respecto de septiembre de 2018, de 46,6%, y la utilidad del ejercicio una disminución de 149,1%, motivado tanto por la baja en las ganancias de operación como por un menor resultado no operacional. El EBITDA tuvo una variación de 15,1%, llegando a \$37.848 millones en septiembre de 2019, por un crecimiento en todos sus segmentos.

La deuda financiera de la compañía finalizó el periodo en \$296.928 millones, lo que representó un aumento de 80,6% respecto de las obligaciones financieras de diciembre de 2018, debido a la aplicación de la NIIF 16, en donde el 42% de la deuda financiera corresponden a pasivos por arrendamiento. La deuda financiera, excluido los efectos de la NIIF 16, significó una variación de 3,4%.

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 En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

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 INE⁷, en 2017, el 16,1% 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%⁸ 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%⁹.

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 el 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 53¹⁰ sucursales en todo el país, mientras que a septiembre de 2019 registra 429.908 cotizantes promedio (726.032 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 23,1%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 466 camas y un nivel de ocupación del 58%.

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\$ 21.342¹² millones a diciembre de 2019 y una cartera de más de 30 millones de clientes, lo cual le ha permitido obtener

⁷ Anuario de estadísticas vitales (INE). Último dato publicado por el INE.

⁸ <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

⁹ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

¹⁰ Sucursales al 30 de septiembre de 2019

¹¹ Superintendencia de Salud, último dato publicado septiembre de 2019.

¹² Según Estados Financieros de Bupa a diciembre de 2019 poseen activos por M£ 16.106 millones, se calculó con un tipo de cambio GBP 1 = USD 1,3251 al 1 enero de 2020

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.

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 11 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 2018, alcanzando un EBITDA de \$13.394 millones. Finalmente, en los 9 meses acumulados a septiembre de 2019 se observa una fuerte caída alcanzando un EBITDA negativo de \$2.654 millones.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 90,1% y los gastos de administración son del orden del 6,2% 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 8,8% y 16%, respectivamente, del total generado por el *holding* (según resultados a septiembre de 2019), valores similares a los del periodo anterior. 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.¹³, si en el año 2000 existían 3.676 camas en clínicas privadas, en 2019 esta cifra llegó a 7.304, 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.

¹³Cifras obtenidas de los documentos "Memoria gestión 2017" y "Dimensionamiento del sector de salud privado en Chile" (Actualización cifras del 2016)

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 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.

Riesgo regulatorio: En el rubro de la salud, siempre está latente, ya sea en mayor o menor medida, el riesgo de que existan cambios en las regulaciones por medio de leyes, normativas, decretos y otros que pueden afectar la operación y/o ingresos de clínicas y en mayor instancia, las isapres, ya sea no permitiendo reajustes de precios, entre otros.

Antecedentes generales

La Compañía

Bupa Chile es un *holding* compuesto por Isapre CruzBlanca, Seguros Bupa, 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
Anglolib	2013	1994
Mediperú	2013	2010
Clínica Bupa Santiago	2012	2018

Propiedad

A septiembre de 2019, el capital de la sociedad ascendía a \$ 143.946 millones y es controlado, mediante filiales, por el grupo británico Bupa. 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 2019:

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 Seguros Bupa), 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, Seguros Bupa. La isapre tiene una participación de mercado de 23,1% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 69,1%¹⁴ de los ingresos totales del *holding* en septiembre de 2019.

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 466 camas y una ocupación promedio de 58% los últimos dos años.

A septiembre de 2019, este segmento de negocio representa el 14,8% 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 38 centros médicos distribuidos en cinco regiones (30 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 23,8% 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 1,2% de los ingresos de la empresa.

¹⁴ Calculado de los UDM

Distribución de ingresos y EBITDA

Los ingresos del *holding* en el año móvil a septiembre de 2019 fueron \$ 940.405 millones, mientras que el EBITDA en el mismo período alcanzó los \$ 47.271 millones. La distribución de estos indicadores se muestra en la Ilustración 1.

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

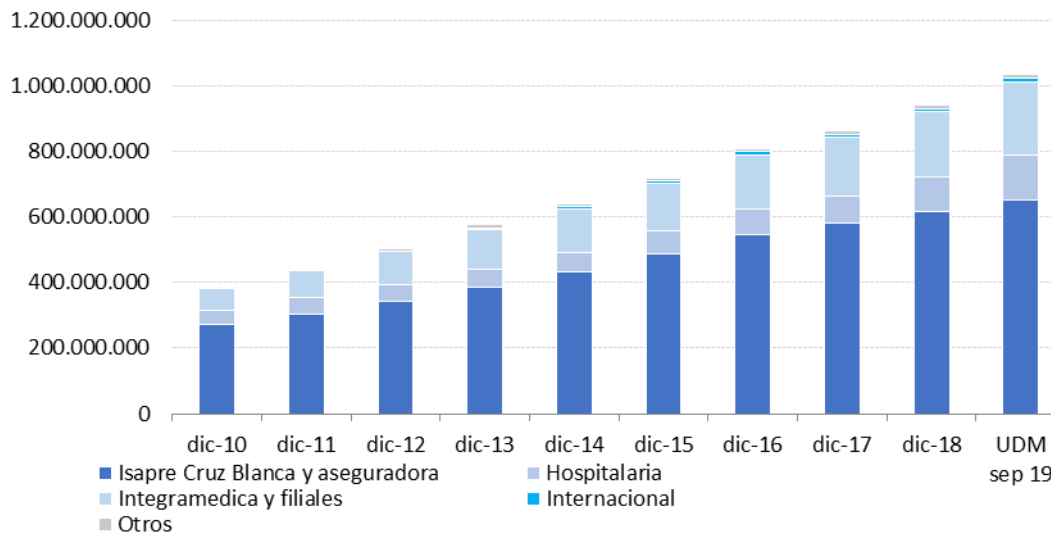
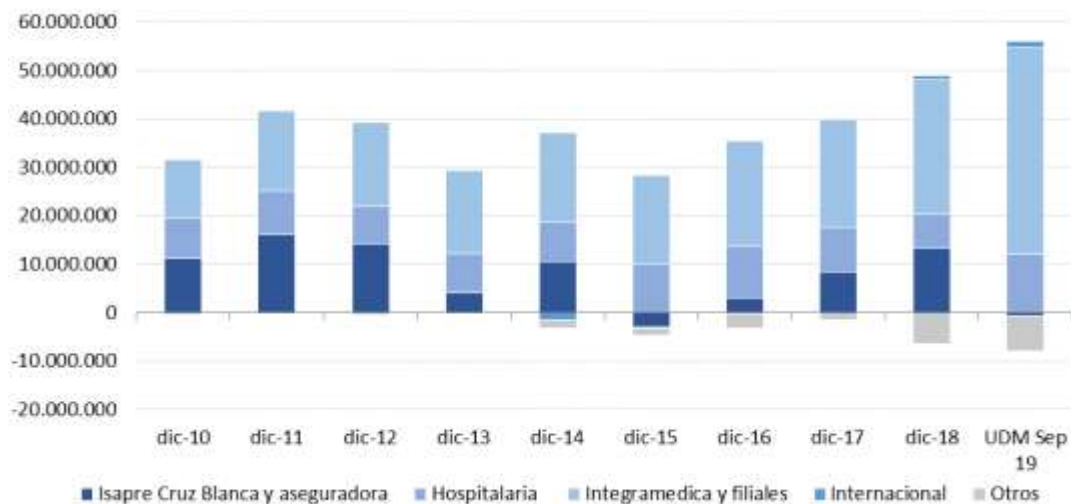


Ilustración 2
Evolución del EBITDA consolidado por área
 (En miles de pesos)



Es importante señalar que si bien la Isapre CruzBlanca aportó el 69,1% de los ingresos del grupo (calculado en el año móvil a septiembre de 2019), su contribución al EBITDA para este período fue negativo, como ya lo había mostrado en algunos años anteriores (representa un -1,2% del mismo). Por su parte, la atención ambulatoria, a través de Integramédica, participa con un 23,7% de los ingresos totales y aporta un 90,5% del EBITDA del grupo. En cuanto al área hospitalaria, tiene una participación de 14,8% en los ingresos, pero genera el 25,2% 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 2019, el margen EBITDA¹⁵ del área hospitalaria es de 8,6%, el de la línea ambulatoria aproximadamente 19,2% y el de la unidad de seguros -0,1%. 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 2019, los activos totales del *holding* alcanzaron \$ 869.170 millones, un 22,5% sobre los de diciembre de 2018. Tal incremento se explica, en gran parte, por un aumento en la actividad del segmento hospitalario y ambulatorio, por el crecimiento en los centros médicos de Integramédica y la Clínica Bupa Santiago También influye mayores activos en Propiedades, planta y equipo debido a la aplicación de la Norma IFRS 16.

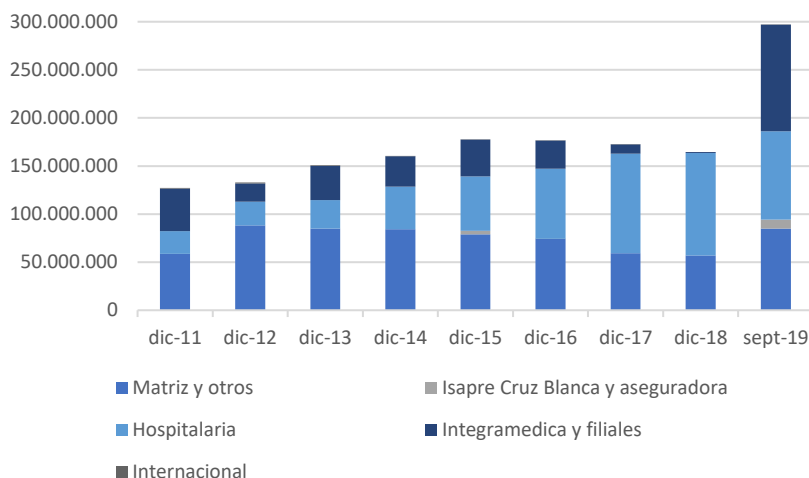
A la misma fecha, la deuda financiera consolidada del grupo ascendía a \$ 296.928 millones, aumentando un 80,6% respecto a diciembre de 2018 (\$ 164.422 millones). Esta alza debe principalmente al aumento de los pasivos por arrendamientos (aplicación de la norma IFRS 16), concentrados en el área ambulatoria donde la deuda financiera paso de \$ 942 millones a \$ 110.785 millones.

A septiembre de 2019, la deuda financiera que corresponde a la matriz es \$ 84.938 millones (correspondiente al 28,6% del total de las obligaciones financieras), Integramédica mostró una deuda financiera igual a \$ 110.785 millones (lo que representa el 37,3% del total consolidado) y las clínicas en su conjunto alcanzaron los \$ 91.992 millones (equivalente al 31%). Cabe señalar, que el 80,5% de la deuda se concentra en el largo plazo.

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

¹⁵ Margen EBITDA: EBITDA/Ingresos.

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



Líneas de negocios

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

Área aseguradora

Está conformada por la Isapre CruzBlanca y Seguros Bupa. 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 53¹⁶ sucursales distribuidas a lo largo del país. Según los datos entregados por la compañía, a septiembre de 2019, la isapre registra en promedio 429.908 cotizantes (726.032 beneficiarios).

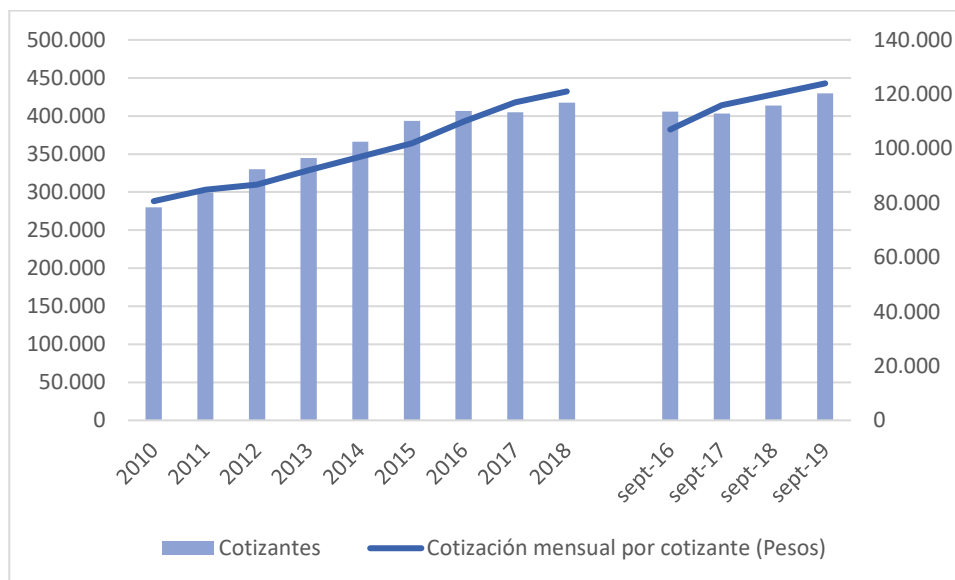
Los estados financieros del segmento se resumen a continuación:

Estado de Resultados Área Aseguradora						
MM \$	2013	2015	2016	2017	2018	UDM Sept 19
Ingresos totales	383.909	486.336	544.948	579.944	616.973	649.389
Costo de ventas	-338.189	-460.259	-511.769	-542.794	-567.954	-613.800
Ganancia bruta	45.721	26.077	33.179	37.150	49.020	35.589
Gastos de administración	-43.924	-31.514	-32.898	-31.443	-38.487	-40.195
Resultado operacional	1.797	-5.437	281	5.707	10.532	-4.606
Costos financieros	-399	-292	-321	-424	-523	-911
Utilidad del Ejercicio	3.926	-1.967	2.953	6.015	8.989	-2.284
EBITDA	4.106	-2.958	2.902	8.341	13.394	-578

Balance General Área Aseguradora						
MM \$	2013	2015	2016	2017	2018	sept-19
Activos Corrientes	60.479	64.945	75.942	84.567	80.308	72.771
Activos No Corrientes	69.968	81.508	83.724	91.510	101.905	124.803
Total Activos	130.447	146.452	159.666	176.077	182.213	197.574
Pasivos Corrientes	92.989	111.503	153.413	167.137	163.559	166.974
Pasivos No Corrientes	7.337	9.709	1.004	4	211	8.222
Pasivos Totales	100.326	121.212	154.417	167.141	163.769	175.197
Patrimonio total	30.120	25.240	5.249	8.936	18.443	22.378
Patrimonio y Pasivos, Total	130.322	146.452	159.666	176.077	182.213	197.574
Deuda Financiera	0	3.878	0	0,02	0	9.211

¹⁶ Sucursales al 30 de septiembre de 2019

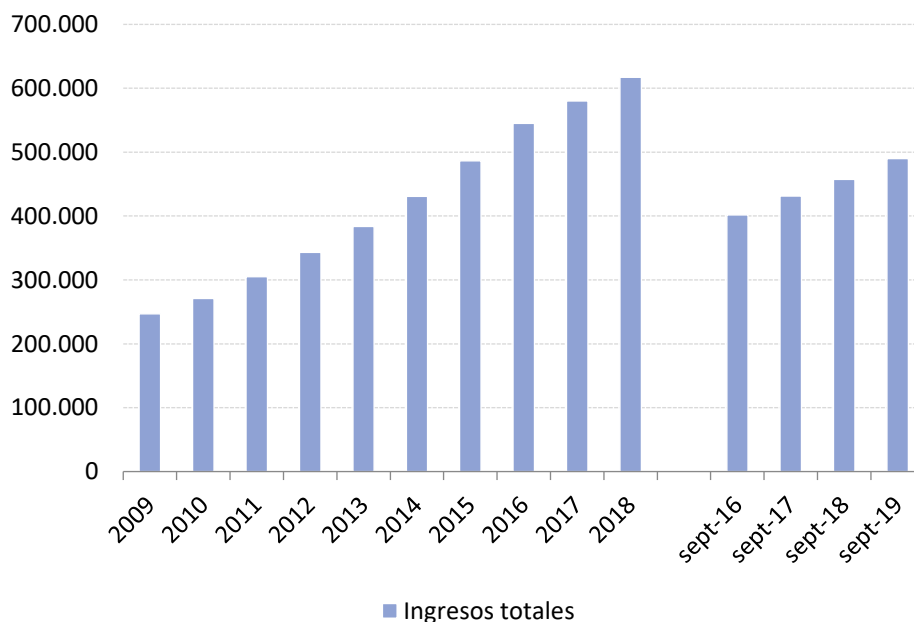
Ilustración 4
Evolución de los cotizantes y la cotización mensual
 (En pesos)



Evolución de los ingresos

Tal como muestra la Ilustración 5, los ingresos han aumentado constantemente desde 2010 a una tasa promedio de 9,2% al año, debido a una mayor cantidad de cotizantes y un incremento en las cotizaciones mensuales.

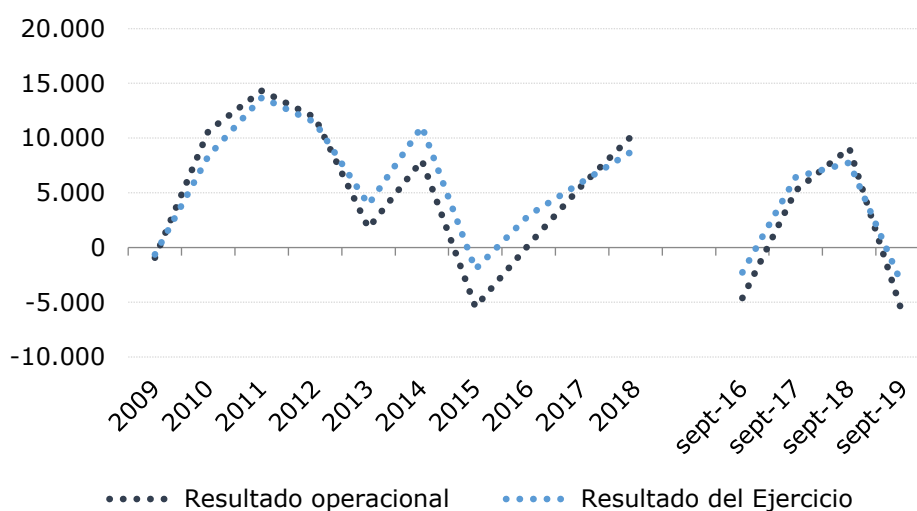
Ilustración 5
Evolución de los ingresos en el segmento de seguros
 (En miles de pesos)



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 normativos en la adecuación de precios GES. A septiembre de 2019, el sector asegurador de la compañía reportó pérdidas por \$3.506 millones, influenciadas principalmente por la isapre, que cerró, en la misma fecha, con una pérdida igual a \$2.384 millones, a ello se suma las pérdidas por \$1.122 millones de la compañía de seguros. Este resultado es inferior a los presentados en septiembre de 2018 donde se produjeron ganancias de \$7.767 millones.

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

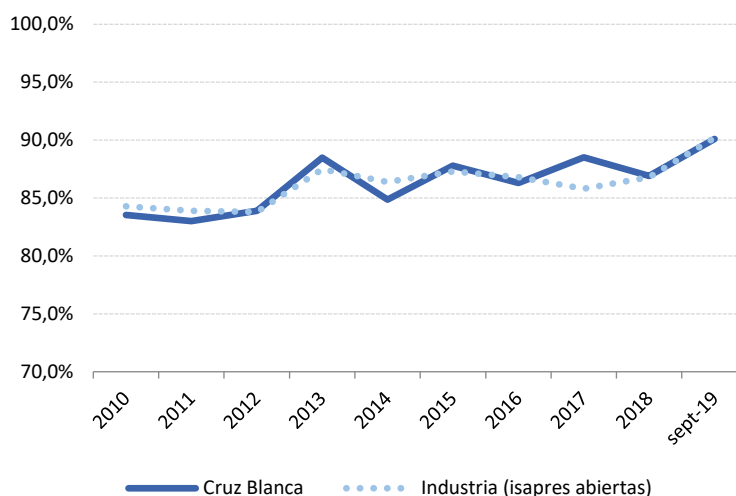


Siniestralidad

Los niveles de siniestralidad de la isapre, definida como costo de venta sobre ingresos de actividades ordinarias, a septiembre de 2019 han presentado indicadores muy similares a los de la industria en su conjunto, donde la siniestralidad de isapre CruzBlanca fue de 90,1%, mientras que para las isapres abiertas fue de 90,2%, 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 29 centros Integramédica, 8 Sonorad y el centro médico Clínica Pilar Gazmuri, realizando 7,3 millones de consultas médicas ambulatorias y 8,2 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. Tiene presencia en cinco regiones del país: Metropolitana, Copiapó, 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 \$	2013	2015	2016	2017	2018	UDM Sept 19
Ingresos totales	120.589	143.967	166.557	177.952	200.437	222.634
Costo de ventas	-72.514	-77.897	-90.136	-97.246	-110.342	-121.153
Margen Bruto	48.075	66.070	76.421	80.706	90.096	101.481
Gastos de administración	-36.070	-54.027	-61.107	-66.198	-72.311	-78.707
Resultado operacional	12.005	12.043	15.315	14.508	17.785	22.775
Costos financieros	-2.242	-2.561	-2.424	-2.123	-1.612	-3.168

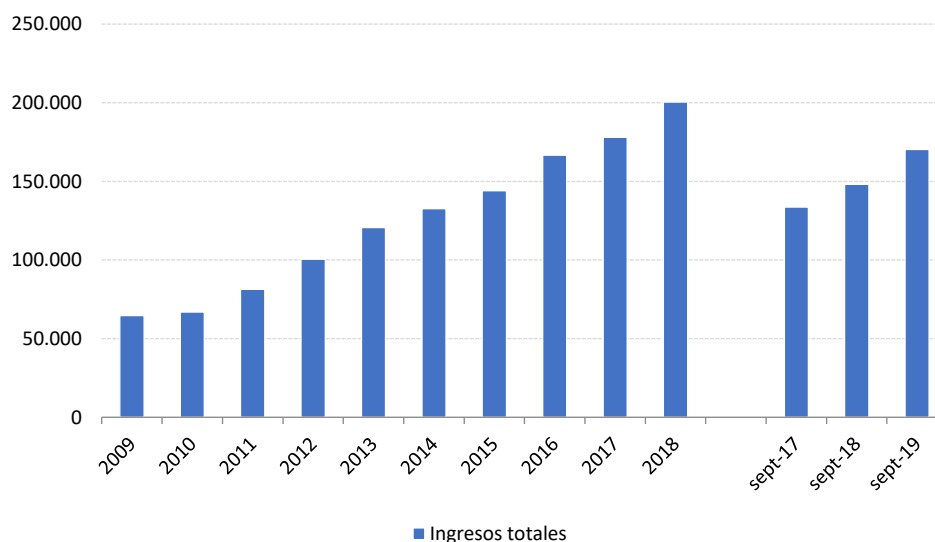
Utilidad del Ejercicio	8.554	8.857	9.956	9.265	11.737	14.468
EBITDA	16.667	18.204	21.685	22.268	27.520	42.802

Balance General Área Ambulatoria						
MM \$	2013	2015	2016	2017	2018	sept-19
Activos Corrientes	14.849	17.833	20.491	23.524	24.291	30.290
Activos No Corrientes	144.364	158.683	160.551	160.984	159.800	271.517
Total Activos	159.213	176.515	181.042	184.508	184.092	301.807
Pasivos Corrientes	23.279	43.568	48.387	52.670	22.796	38.720
Pasivos No Corrientes	28.632	15.999	9.154	1.663	11.131	105.275
Pasivos Totales	51.911	59.567	57.541	54.363	33.927	143.995
Patrimonio total	107.302	116.498	123.501	130.144	150.164	157.812
Patrimonio y Pasivos, Total	159.213	176.065	181.042	184.508	184.092	301.807
Deuda Financiera	35.591	38.522	29.220	9.660	942	110.785

Evolución de los ingresos

Los ingresos de Integramédica presentan una tendencia creciente, aumentando a una tasa anual compuesta igual a 11,3% entre 2009 y el año móvil a septiembre de 2019.

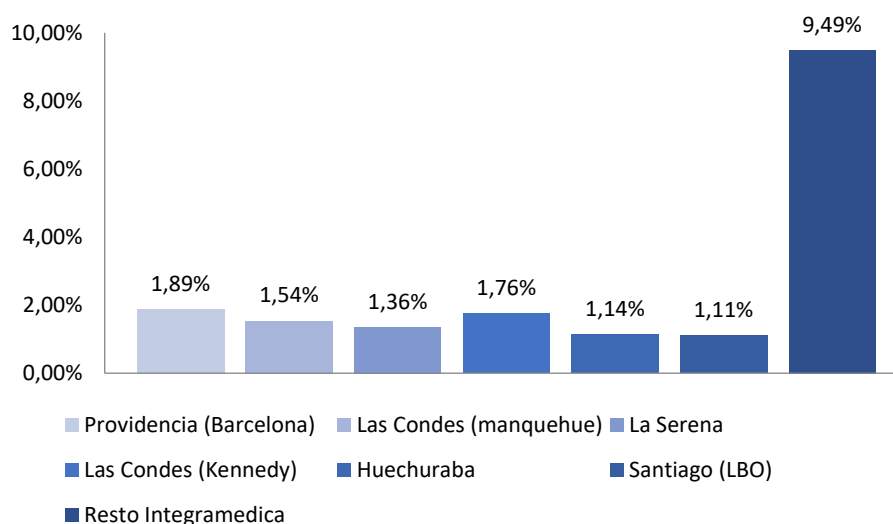
Ilustración 8
Evolución de los ingresos del área ambulatoria
(Millones de pesos)



Dos centros de Integramédica concentran más del 15,9% del EBITDA total de **Bupa Chile**, donde el primero explica el 8,8% y el segundo el 7,1%. Estos mismos centros representan el 1,9% y 1,5%, 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 2019)

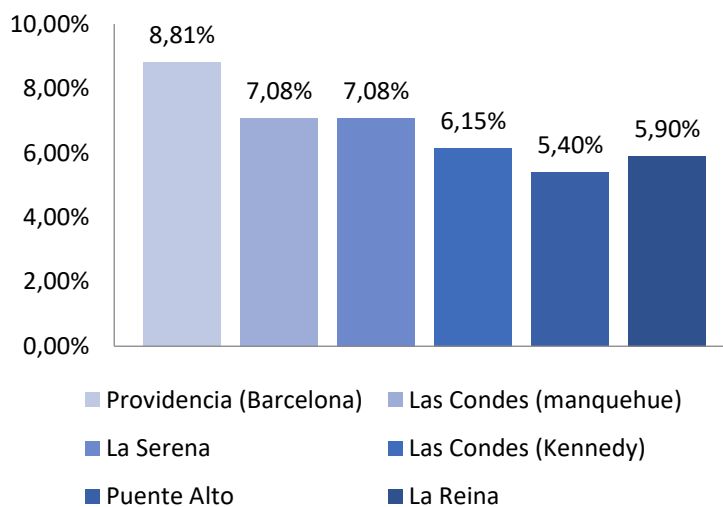


Seis de los 38 centros ambulatorios representan el 40,4% del EBITDA total generado por el *holding*.

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 2019)

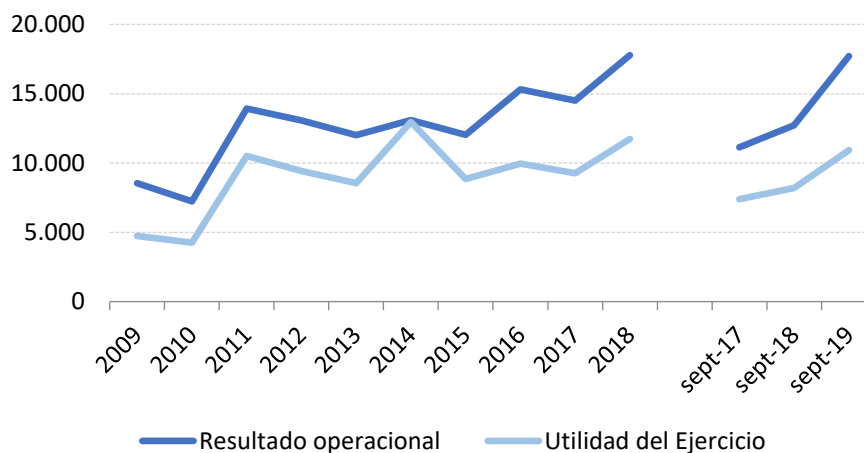


Evolución de los resultados

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 2014 y el año móvil a septiembre de 2019, de 13,5% y 6,1%, respectivamente.

A septiembre de 2019, los ingresos crecieron un 15%, respecto de septiembre de 2018 principalmente por expansiones y remodelaciones de centros, madurez de otros ya operativos y mayores ingresos por la apertura de nuevos centros Integramédica en Peñalolén y Los Dominicos, además de la reapertura de Puente Alto en abril de 2019. Los costos de venta crecieron un 13,3% 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 11,9%, dado esto, el resultado operacional de la compañía aumentó un 39,1%, mientras que la utilidad de este segmento creció en un 33,3%, respecto de septiembre de 2018.

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 128 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 149 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 46 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 110 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 \$	2013	2015	2016	2017	2018	UDM Sept 19
Ingresos totales	57.614	70.616	78.207	83.799	102.897	139.104
Costo de ventas	-43.962	-46.285	-51.232	-54.803	-70.775	-96.477
Margen Bruto	13.652	24.331	26.975	28.996	32.122	42.626
Gastos de administración	-5.988	-17.816	-19.810	-23.180	-31.116	-38.507
Resultado operacional	5.061	6.515	7.165	5.817	1.006	4.119
Costos financieros	-1.697	-1.659	-1.682	-1.550	-3.746	-6.340
Utilidad del Ejercicio	2.672	6.190	7.193	5.856	-1.676	-1.408

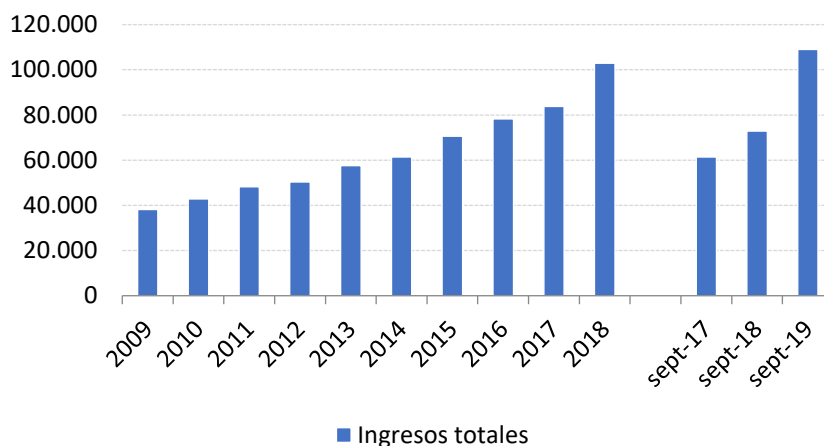
EBITDA	8.275	10.072	10.798	9.309	7.037	11.897
--------	-------	--------	--------	-------	-------	--------

Balance General Área Hospitalaria						
MM \$	2013	2015	2016	2017	2018	sept-19
Activos Corrientes	30.455	44.541	54.180	62.015	80.491	99.413
Activos No Corrientes	74.345	151.145	180.611	215.830	250.010	259.644
Total Activos	104.800	195.686	234.791	277.846	330.501	359.058
Pasivos Corrientes	20.506	32.738	50.771	58.904	90.039	85.822
Pasivos No Corrientes	22.288	46.927	62.758	90.305	99.587	123.790
Pasivos Totales	42.794	79.665	113.529	149.209	189.626	209.612
Patrimonio total	62.006	116.021	121.263	128.637	140.875	149.446
Patrimonio y Pasivos, Total	104.800	195.686	234.791	277.846	330.501	359.058
Deuda Financiera	29.379	56.295	72.957	103.390	106.624	91.992

Evolución de los ingresos

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

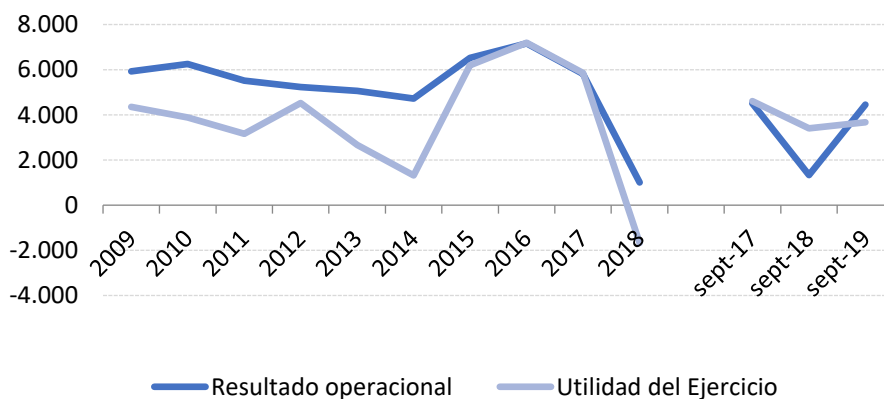
Ilustración 12
Evolución de los ingresos del área hospitalaria
(Millones de pesos)



Evolución de los resultados del segmento hospitalario

Los ingresos del segmento hospitalario a septiembre de 2019 crecieron un 49,7%, respecto de septiembre de 2018. Lo anterior, es producto principalmente de mayor actividad de la Clínica Bupa Santiago y en menor medida de las tres clínicas de la compañía regionales. El margen bruto de este segmento se incrementó en un 43,8% mientras que los gastos de administración mostraron un aumento de un 32,7%. Dado esto, el EBITDA de este segmento aumentó considerablemente un 86,6%, principalmente por los mayores gastos dada la puesta en marcha de la nueva clínica, además, obtiene una utilidad inferior en un 7,9% en comparación a la obtenida en septiembre de 2018.

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



Análisis financiero de Bupa Chile¹⁷

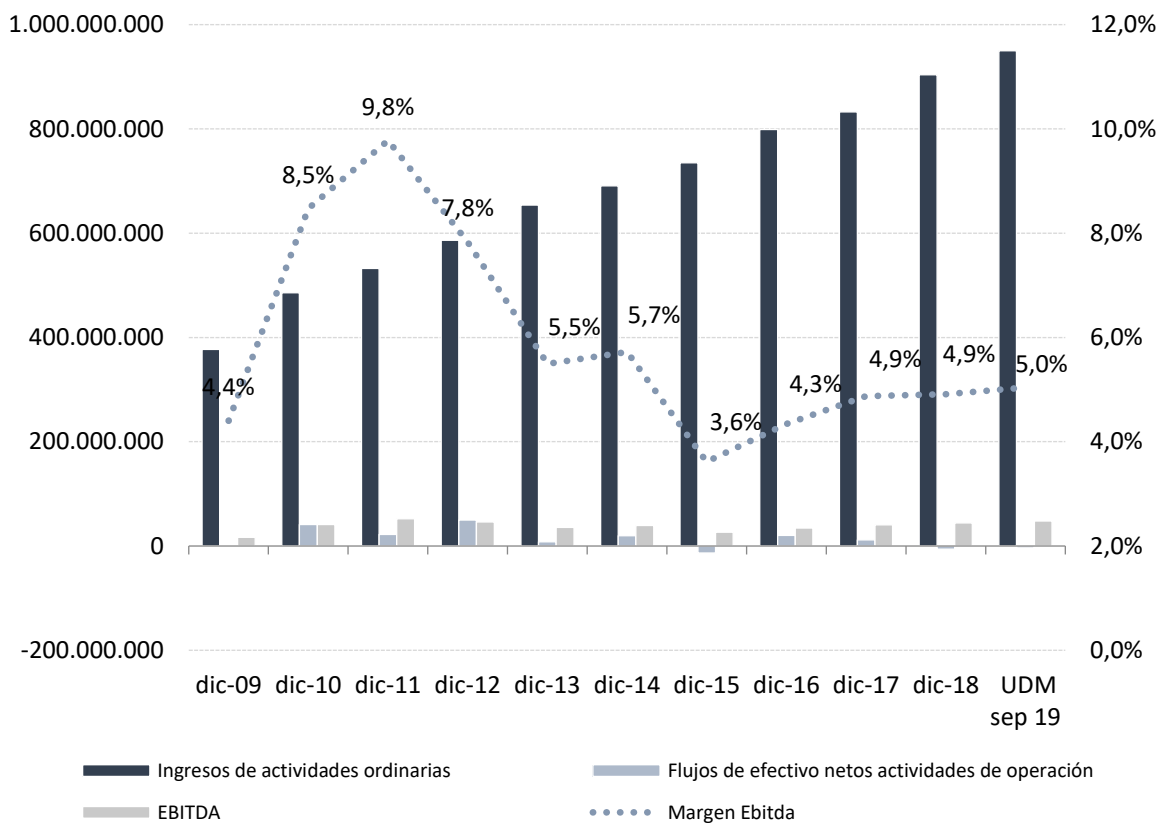
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Bupa Chile**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y el año móvil a septiembre de 2019.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Bupa Chile alcanzó ingresos por \$940.404 millones en el año móvil a septiembre de 2019, lo que corresponde a un aumento de 8,9% respecto de diciembre de 2018. 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 11,3% 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, 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 2010-2019 (UDM), el margen EBITDA ha fluctuado entre un máximo de 9,8% y un mínimo de 3,6%, y que actualmente se encuentra en 5%, tal como se ve en la Ilustración 14.

¹⁷ 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.

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 2019, la deuda financiera del *holding* ascendía a \$296.928 millones, un 77,3% inferior a la que registraba al cierre del 2018 (\$167.490 millones). Del total de la deuda financiera, el 80,6% se concentraba en el largo plazo. Este aumento de la deuda se debe principalmente a la aplicación de NIIF 16, la que generó un aumento por concepto de pasivos por arrendamiento de \$123.676 millones, el cual representa un 42% de la deuda financiera total.

El endeudamiento relativo –medido como deuda financiera sobre EBITDA o Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP¹⁸)– tuvo un importante alza en 2015, 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 3,8 veces a diciembre de 2018. Sin embargo, en septiembre 2019 (UDM) el índice aumentó drásticamente a 6,2 veces,

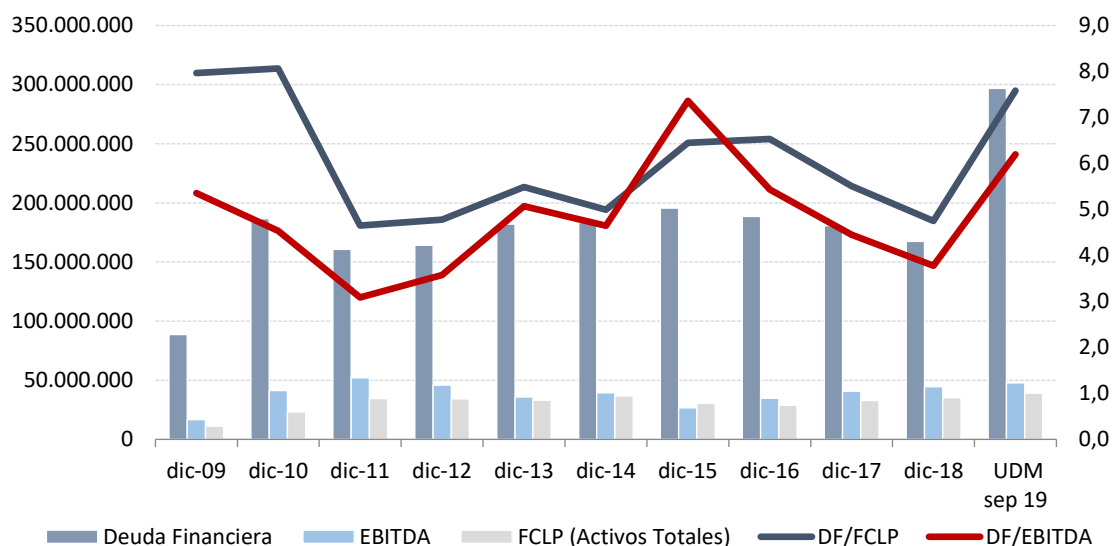
¹⁸El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

debido a la aplicación de la NIIF 16. Del mismo modo, si eliminamos este efecto el índice estaría en torno a las 3,6 veces.

Asimismo, la relación entre deuda financiera y FCLP aumentó de 4,8 veces, en 2018, a 7,6 veces a septiembre de 2019, debido a la aplicación de la NIIF 16. Sin embargo, la compañía posee una deuda con empresas relacionadas, con su matriz internacional, que a septiembre de 2019 es de alrededor de \$134.620 millones, la que representa un 45% de la deuda. Dado esto, si se considera en el indicador deuda financiera sobre FCLP este alcanzaría las 7,6 veces. Eliminando el efecto de la aplicación de la NIIF 16, el indicador estaría cercano a las 4,4 veces.

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

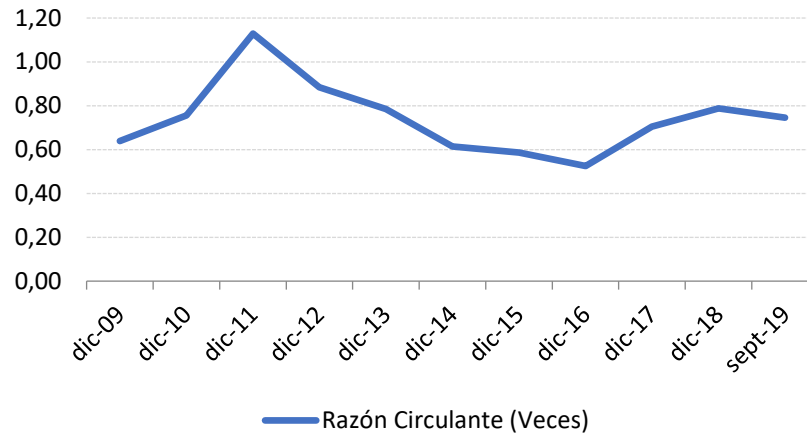
Ilustración 15
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(Miles de pesos)



En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante¹⁹, 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 2019, las 0,75 veces.

¹⁹Razón circulante = activo circulante/pasivo circulante.

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

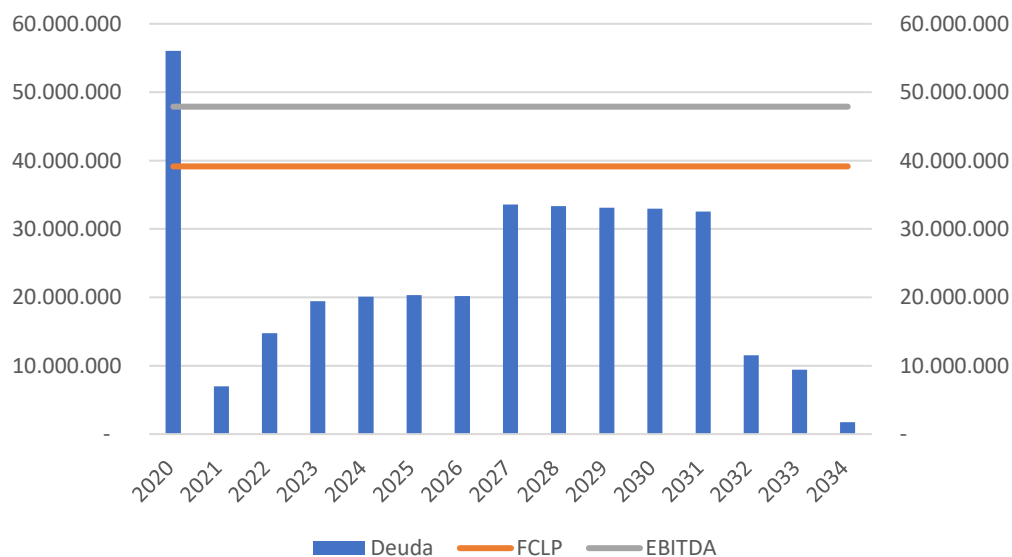


Flujos del emisor y perfil de pago de la deuda

El perfil de vencimientos de la compañía mantiene un importante pago en 2020, igual a \$56.059 millones (incluyendo pago de intereses y amortizaciones) los cuales corresponden a préstamos de capital de trabajo (renovables), cifra que supera los niveles de EBITDA generado en el año móvil a septiembre de 2019 por **Bupa**, iguales a \$47.884 millones, y los niveles de FCLP generados por la empresa, monto igual a \$39.152 millones, por lo que podría caer en riesgo de financiamiento.

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

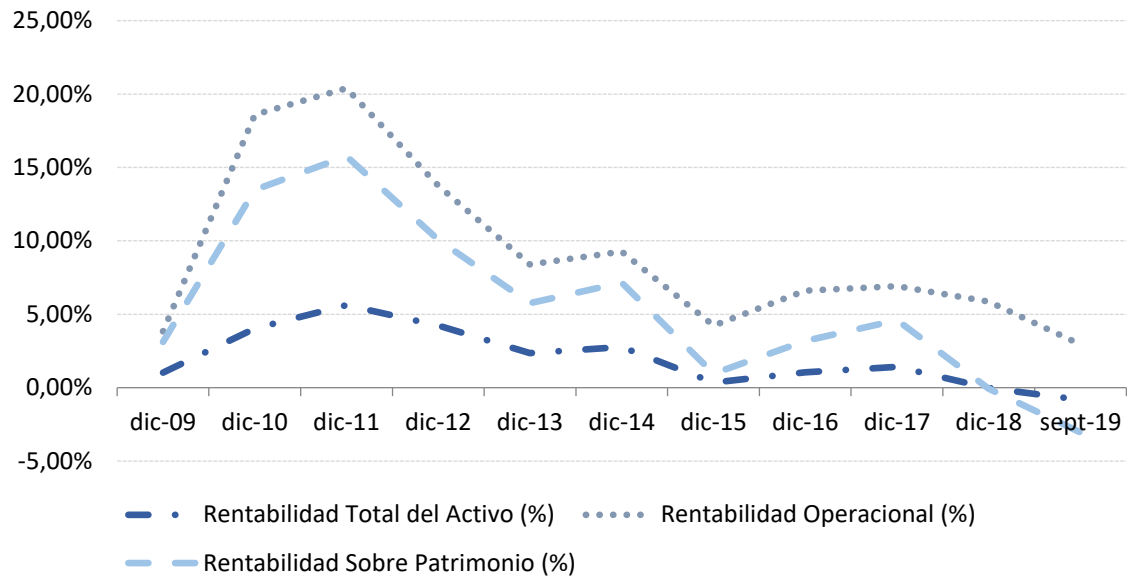
Ilustración 17
Evolución del perfil de pagos (amortización e intereses) frente al EBITDA y FCLP
 (Miles de pesos)



Evolución de la rentabilidad

Entre 2016 y 2017, respecto a 2015, los ratios de rentabilidad presentaron una mejoría producto de incrementos en la utilidad del ejercicio, sin embargo, durante el año móvil a septiembre de 2019 los indicadores muestran una disminución producto que el resultado final se vio afectado, en parte, por mayores impuestos. En septiembre de 2019 (UDM) la rentabilidad del activo fue -0,83%, 2,94% la rentabilidad operacional y en -3,05% la rentabilidad sobre patrimonio.

Ilustración 18
Evolución de la rentabilidad
(%)



Ratios Financieros

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
LIQUIDEZ					
Liquidez (veces)	1,28	1,26	1,27	1,27	1,30
Razón Circulante (Veces)	0,61	0,59	0,52	0,70	0,79
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,61	0,58	0,52	0,70	0,79
Razón Ácida (veces)	0,60	0,57	0,51	0,69	0,77
Rotación de Inventarios (veces)	187,95	192,26	177,77	172,01	155,86
Promedio Días de Inventarios (días)	1,94	1,90	2,05	2,12	2,34
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	10,92	9,02	8,24	7,52	6,92
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	33,42	40,46	44,27	48,55	52,71
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,07	5,54	5,61	5,96	6,67
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	71,98	65,90	65,05	61,29	54,70
Diferencia de Días (días)	38,56	25,45	20,78	12,73	1,99
Ciclo Económico (días)	36,62	23,55	18,73	10,61	-0,35
ENDEUDAMIENTO					
Endeudamiento (veces)	0,63	0,64	0,70	0,68	0,70
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,68	1,79	2,33	2,15	2,32
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,02	1,17	1,58	1,18	0,90
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,64	7,36	5,44	4,45	3,77
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,22	0,14	0,18	0,22	0,26
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	49,99%	52,10%	43,74%	38,17%	33,14%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,08%	0,07%	4,66%	14,61%	23,08%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,31	0,41	1,08	1,40	0,43
RENTABILIDAD					
Margen Bruto (%)	20,07%	18,63%	19,14%	19,28%	20,61%
Margen Neto (%)	2,33%	0,28%	0,79%	1,12%	-0,01%
Rotación del Activo (%)	117,91%	125,54%	129,80%	120,11%	125,03%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	2,85%	0,37%	1,15%	1,61%	-0,02%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,76%	0,35%	1,05%	1,42%	-0,02%
Inversión de Capital (%)	69,22%	76,55%	100,09%	98,39%	106,87%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-9,65	-8,77	-6,37	-10,94	-17,75
Rentabilidad Operacional (%)	9,25%	4,23%	6,61%	6,92%	5,86%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,14%	0,97%	3,19%	4,60%	-0,06%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	77,83%	79,32%	79,02%	78,84%	77,13%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	79,93%	81,37%	80,86%	80,72%	79,39%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	16,45%	17,06%	16,64%	16,29%	17,96%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	11,08%	5,38%	10,10%	12,31%	10,97%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	5,72%	3,62%	4,34%	4,87%	4,91%
OTROS INDICADORES					
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,20%	0,23%	0,24%	0,19%	0,18%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	6,23%	5,85%	4,95%	4,40%	4,03%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	34,07%	34,15%	67,43%	68,51%	67,41%

* Activos en Ejecución Descontados

Características de las líneas de bono

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Bupa Chile** a diciembre de 2019 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	19/06/2012 – Nº 722	19/06/2012 – Nº 723
Monto máximo ²⁰	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-18	Dic -19
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

²⁰ 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.”