

Humphreys modifica la tendencia de clasificación de los títulos de deuda de Bupa Chile desde “Estable” a “Favorable”

Compañía del área de la salud realizará un rescate anticipado de los Bonos Serie A

Santiago, 24 de marzo 2022

Instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		AA-
Bonos	BCRBL-A	AA-

Humphreys decidió modificar la tendencia de clasificación de los títulos de deuda de **Bupa Chile S.A. (Bupa Chile)** desde “Estable” a “Favorable” y mantener la clasificación en “Categoría AA-”.

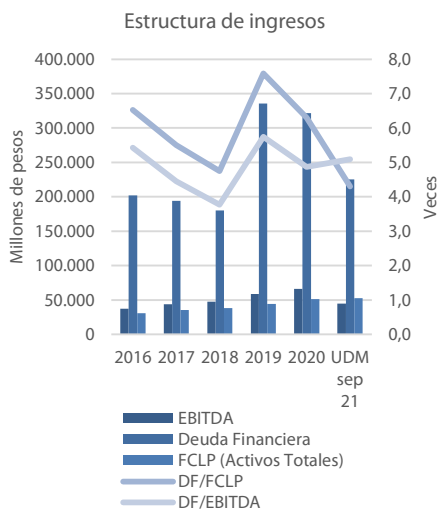
El cambio de tendencia de la clasificación de las líneas de bonos de **Bupa Chile**, desde “Estable” a “Favorable”, se debe al eventual rescate anticipado de los Bonos Serie A, el cual se haría efectivo el día 13 de abril de 2022, con fondos provenientes del aumento de capital, en espera de aprobación, por \$ 123.397 millones anunciado por la compañía mediante un hecho esencial el 15 de marzo de 2022. En los hechos el endeudamiento relativo¹ –medido como deuda financiera sobre el Flujo de caja de Largo Plazo de la empresa (FCLP²)- que actualmente se encuentra en 4,3 veces, caería a 3,3 veces con posterioridad al prepago del Bono Serie A. De la misma forma, el *leverage* de la compañía pasaría de las 2,5 veces a las 1,6 veces, lo que provocaría que el perfil de vencimientos muestre mejoras en su holgura respecto a sus flujos. Por otro lado, en opinión de **Humphreys**, se destaca el apoyo que posee la compañía por parte del grupo controlador, situación que se evidencia en los aumentos de capital, así como en los créditos relacionados proporcionados por la matriz en años anteriores, que han permitido disminuir, en más de una oportunidad, la deuda con instituciones financieras y aumentar la liquidez de la compañía.

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 consolidación 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.

En cuanto a **Bupa Chile**, cabe destacar que la sociedad sigue manteniendo niveles de liquidez adecuados para soportar un descenso abrupto

¹ Para el cálculo de endeudamiento relativo se utilizó la deuda financiera de acuerdo con los EEFF a septiembre de 2021.

² El 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 generación de flujos de sus filiales, considerando la intensificación en el uso del segmento asegurador. Esto en particular para la Isapre CruzBlanca, que en tiempos normales representa alrededor del 30% del EBITDA del grupo y actualmente tiene un EBITDA negativo debido al aumento en la siniestralidad ya que algunos procedimientos médicos han sido aplazados, generando mayor gasto en hospitalizaciones, así como el aumento de licencias médicas preventivas parental, como las licencias psiquiátricas y hospitalizaciones asociadas al Covid-19.

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 22,6%³ a nivel de ingresos, mientras que en términos de beneficiarios poseen el 20,8%⁴ del total de isapres abiertas, siendo la compañía líder en ingresos y la tercera en cuanto a beneficiarios. 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.

Por otra parte, si bien la clasificación recoge como elemento positivo para el modelo de negocio la apertura de la clínica Bupa Santiago, ubicada en la comuna de La Florida, que ha mostrado un claro aumento en la generación de ingresos, sin embargo, aún se encuentra en proceso de consolidación, en línea con lo proyectado.

³ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a septiembre de 2021.

⁴ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a diciembre de 2021. Se considera a los Beneficiarios como a los Cotizantes más sus Cargas.

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, considerando el hecho de que en el año 2020 fue un año extraordinario exhibiendo resultados positivos debido al menor uso por parte de la población de este tipo de servicios, y que actualmente presenta un EBITDA negativo a causa del aumento en la siniestralidad ante una mayor propensión de la población de efectuar consultas y prestaciones médicas. Por su parte, también 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.

La categoría de riesgo asignada considera, además, la elevada importancia relativa en los flujos generados por algunos de los centros de atención médica 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, no ha dejado de ser relevante en la actualidad.

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.

Otro elemento que considera 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.

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 clasificación pudiese ser revisada al alza según se vayan cumpliendo el prepago del Bono Serie A y el aumento de capital antes anunciado.

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.

A septiembre de 2021, el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$ 840.874 millones, siendo la isapre la responsable de más del 60% de dichos

ingresos. En términos de EBITDA, a septiembre de 2021 ascendió a \$ 24.592 millones. A la misma fecha, la empresa mantenía una deuda financiera por \$ 225.488 millones y un patrimonio por \$ 274.527 millones.

Antonio González

Analista de Riesgo

antonio.gonzalez@humphreys.cl

Paula Acuña

Analista Senior

paula.acuna@humphreys.cl

Aldo Reyes

Gerente General

aldo.reyes@humphreys.cl