

Dentro de sus filiales principales están Isapre CruzBlanca e Integramédica

Humphreys ratifica clasificación de bonos de Bupa Chile en "Categoría A"

Santiago, 17 de mayo de 2016. **Humphreys**, decidió mantener en "Categoría A", con tendencia "Estable", las líneas de bonos y título de deuda inscritos por **Bupa Chile S.A. (Bupa Chile)**.

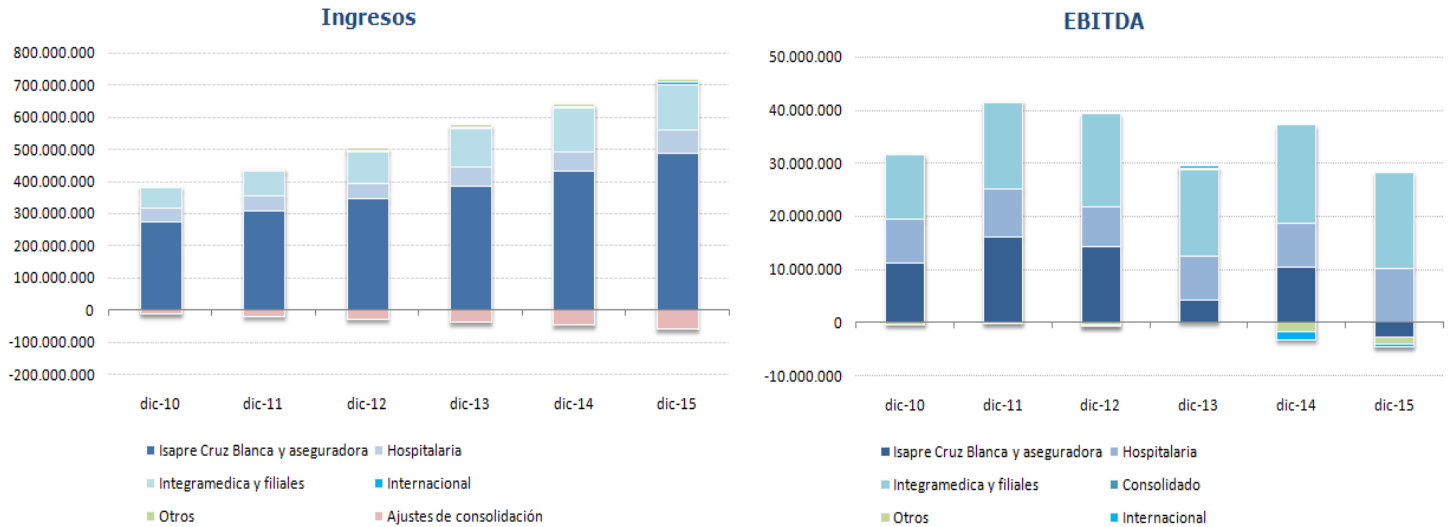
Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Bupa Chile S.A.** en "Categoría A" se ha considerado el desarrollo de un modelo de negocio consistente y con capacidad para crear valor, tanto por la sinergia que se logra entre las distintas filiales, como por ofrecer un servicio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

Sumado a lo anterior, otra de las fortalezas que respaldan esta clasificación es el *know how* con que disponen los controladores del emisor, Bupa. Estos cuentan con presencia en 190 países con 29 millones de clientes y 65 años de experiencia en el sector de la salud, ofreciendo desde seguros hasta atención hospitalaria. . Además, los controladores únicos de **Bupa Chile** tienen la capacidad para aportar recursos financieros en caso que el emisor los requiriese, ya sea para los planes de expansión o contingencias; esto se constata cuando se observa que el patrimonio de Bupa Chile representa el 3,6% del de Bupa y que la clasificación de solvencia de la matriz es de Baa2 (grado de inversión en escala global).

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. Bajo este criterio, se estima que el valor económico de las filiales de **Bupa Chile** es casi cuatro veces la deuda financiera individual de **Bupa Chile**.

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la relevancia y posicionamiento de las filiales operativas en sus respectivos mercados, 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 33 centros médicos (25 Integramédica, siete Sonorad y Centro Dra. Pilar Gazmuri), con más de 5,7 millones de atenciones anuales, más de 5,9 millones de exámenes de laboratorio e imagenología. La isapre, por su parte, mantiene 74 sucursales en todo el país, mientras que a diciembre de 2015 registra 403.927 cotizantes (709.204 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 22,2% en términos de ingresos. Las clínicas, además de constituirse como los principales centro de alta complejidad en sus regiones, poseen una oferta conjunta de 360 camas y un nivel de ocupación del 53%. A todo lo anterior se suma un equipo gerencial, en todas las filiales operativas, de extensa trayectoria, que en el caso de las gerencias generales de las respectivas empresas implica una trayectoria que fluctúa entre los 19 y 30 años de experiencia.

Ilustración 1
Composición de los ingresos y EBITDA por segmento
(En miles de pesos)



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

Por otro lado, 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*, y la necesidad del grupo de tener presencia en las prestaciones hospitalarias de la Región Metropolitana.

Respecto al primer punto, la isapre ha presentado en algunos periodos rentabilidades y EBITDA negativos, como lo que sucedió durante 2015; además, las regulaciones a que está afecto el sector, así como un mejor desempeño de Fonasa, podrían incidir negativamente en la rentabilidad de largo plazo del negocio. Por otro lado, dada la correlación entre el pago de cotizaciones y el nivel de empleo, el seguro de salud privado es sensible a los ciclos económicos.

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

Cabe señalar que en línea con lo anterior, el emisor ha comenzado la construcción –en un terreno de 58.589 metros cuadrados– para las operaciones de la denominada “Clínica Bupa Santiago”, ubicada en la comuna de La Florida, inversión que se estima alcanzaría en una primera fase US\$ 170 millones para implementar 314 camas, de los cuales, US\$ 60 millones ya fueron invertidos. En una segunda fase una inversión de US\$ 28 millones para alcanzar un total de 460 camas. Con todo, no se puede desconocer que la inversión incorpora los riesgos propios de todo proyecto –referidos a plazos y costos– y los riesgos de implementación y de operación (capacidad de alcanzar el punto de equilibrio). En 2014, la compañía suscribió un contrato de apertura de crédito por un monto de hasta UF 3,2 millones, que tiene la finalidad financiar la construcción, puesta en marcha y operación de la Clínica, con plazo de 20 años.

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

Es posible observar un incremento en el endeudamiento relativo al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) – desde las 4,7 veces (a diciembre de 2011) a las 7,6 veces (a diciembre de 2015) – debido a la caída en la rentabilidad de los negocios, principalmente del segmento asegurador, como por el incremento en los pasivos producto de los desembolsos que deben realizarse para la construcción de la Clínica Santiago. No obstante, a juicio de la clasificadora, está situación –*ceteris paribus*– debiera revertirse a futuro con la consolidación de los centros Integramédica de reciente constitución. Pero se debe considerar que en los

años venideros aumentará el endeudamiento relativo de la sociedad producto del financiamiento de la clínica en construcción¹, junto con una mayor presión en los flujos dada la puesta en marcha de esta última.

Otro elemento a considerar en el proceso de evaluación dice relación con la rápida obsolescencia del equipamiento médico y la tendencia al alza de sus precios, generando la necesidad de inversiones recurrentes, que presionan la caja de la compañía. Asimismo, se puede percibir que el perfil de pago de la deuda ha provocado una estrechez en los flujos, que podría persistir hasta 2018; sin embargo, en la actualidad se dispone del apoyo y respaldo de la matriz Bupa.

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

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

Durante 2015 el emisor alcanzó ventas consolidadas por de \$657.107 millones (US\$ 925,3 millones²), aportando Isapre CruzBlanca, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service) aproximadamente el 74,0%, 21,9% y 10,7% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, en 2015 ascendió a \$23.624 millones (US\$ 33,3 millones), la distribución fue en torno al -12,9%, 42,6% y 77,1%³, en el mismo orden. A la misma fecha la empresa mantenía deuda financiera por \$177.953 millones (US\$ 250,6 millones) y un patrimonio por \$191.063 millones (US\$ 269,0 millones).

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		A
Bonos	BCRBL-A	A

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200 / Fax (56) 22433 5201

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".

¹ La construcción de la clínica en Santiago, y su impacto en la deuda de la empresa, como la implicancia de los riesgos de sobre precio y sobre plazo, son elementos que siempre han estado presente en la clasificación de **Bupa Chile**.

² Tipo de cambio utilizado, al 31 de diciembre de 2015: \$ 710,16/US\$.

³ La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa que genera EBITDA negativo que alcanza un -1,6% del total y otros que representa -5,5%. Cabe señalar que en 2015, el área asegurador finalizó 2015 con un EBITDA negativo igual a \$2.958 millones.